



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

# **I paradisi fiscali e le società.**

La distribuzione del valore delle azioni del  
Government Pension Fund Global nei paradisi fiscali.

**Relatrice**

Prof.ssa Lorian Pelizzon

**Laureando**

Salvatore Satta

Matricola 867541

**Anno accademico**

2021 / 2022



# Indice

<b>Introduzione</b> .....	5
---------------------------	---

## **Capitolo 1: I paradisi fiscali**

1.1 Cosa sono i paradisi fiscali.....	7
1.2 Criteri per individuare un paradiso fiscale.....	11
1.2.1 <i>Trasparenza fiscale</i> .....	11
1.2.2 <i>Equità fiscale</i> .....	12
1.2.3 <i>Implementazione di misure anti-BEPS</i> .....	12
1.3 Dove si trovano i paradisi fiscali.....	14
1.3.1 <i>Europa</i> .....	18
1.3.2 <i>Asia</i> .....	21
1.3.3 <i>Caraibi e Oceano Pacifico</i> .....	23

## **Capitolo 2: Come le società utilizzano i paradisi fiscali**

2.1 Chi sfrutta maggiormente i paradisi fiscali.....	25
2.1.1 <i>Stati di origine</i> .....	25
2.1.2 <i>Società</i> .....	27
2.2 Come vengono sfruttati i paradisi fiscali.....	31
2.2.1 <i>Corporate inversion</i> .....	31
2.2.2 <i>Double dipping</i> .....	32
2.2.3 <i>Double Irish with a Dutch sandwich</i> .....	33
2.2.4 <i>Transfer pricing</i> .....	34
2.2.5 <i>Altre strategie</i> .....	35

## **Capitolo 3: I fondi sovrani**

3.1 Storia dei fondi sovrani.....	37
-----------------------------------	----

3.2 Caratteristiche principali dei fondi sovrani.....	40
3.2.1 <i>Definizione, obiettivi e trasparenza dei fondi sovrani</i> .....	41
3.2.2 <i>I più grandi fondi sovrani</i> .....	46
3.3 L'impatto nell'economia.....	49

## **Capitolo 4: Distribuzione del valore delle azioni del Government Pension**

### **Fund Global verso i paradisi fiscali**

4.1 Obiettivo e GPFG.....	51
4.2 Una visione generale.....	55
4.3 La suddivisione per zone geografiche.....	67
4.3.1 <i>Africa</i> .....	67
4.3.2 <i>America Latina</i> .....	71
4.3.3 <i>Asia</i> .....	75
4.3.4 <i>Europa</i> .....	81
4.3.5 <i>Medio Oriente</i> .....	87
4.3.6 <i>Nord America</i> .....	90
4.3.7 <i>Oceania</i> .....	94
<b>Conclusione</b> .....	97
<b>Bibliografia</b> .....	99

## Introduzione

I paradisi fiscali sono da sempre al centro dell'attenzione delle autorità e organizzazioni internazionali in quanto hanno permesso ai privati e alle società di eludere o evadere il fisco attraverso l'indirizzamento di capitali o profitti in questi "rifugi" con il fine di erodere la propria base imponibile.

L'elaborato è stato suddiviso in quattro capitoli. I primi tre hanno l'obiettivo di chiarire le tematiche che andranno trattate nel quarto capitolo, ovvero quello in cui si è analizzato il Government Pension Fund Global per cercare di capire in che misura il fondo investisse le proprie risorse in società con sede in un paradiso fiscale, andando ad osservare l'evoluzione del valore di queste azioni negli anni e confrontando il tutto con l'insieme dei suoi investimenti.

Il primo capitolo introduce i paradisi fiscali, in particolare inizia con dei brevi cenni storici e ne viene data una definizione, successivamente si approfondiscono i criteri oggettivi individuati dall'Unione Europea per includere i tax haven nella lista delle giurisdizioni non cooperative (nota come "black list"), questi sono: trasparenza fiscale, equità fiscale e implementazione delle misure anti-BEPS. Nell'ultimo paragrafo si cerca di individuare i paradisi fiscali seguendo per quanto possibile i criteri stabiliti dell'UE sulla base di una ricerca dell'Oxfam, del progetto Missing Profit e del Corporate Tax Haven Index.

Il secondo capitolo analizza le società che fanno uso dei paradisi fiscali. Il primo paragrafo ha come obiettivo quello di capire quali sono gli Stati di partenza dalla quale poi le società ricorrono ai tax haven e alcuni esempi concreti di quali sono le imprese che hanno utilizzato, o utilizzano ancora, controllate nei paradisi fiscali.

Successivamente si parla di alcune tecniche e strategie famose utilizzate dalle società per eludere o evadere il fisco sfruttando un paradiso fiscale.

Il terzo capitolo è invece necessario per introdurre i fondi sovrani in quanto nell'ultimo capitolo il lavoro di tesi parte proprio da uno di essi (il GPFM norvegese). In particolare si parla della loro storia, delle loro principali caratteristiche e del loro impatto nell'economia mondiale.

Il quarto capitolo e ultimo capitolo analizza nello specifico l'evoluzione del valore dell'equity del Government Pension Fund Global nei paradisi fiscali per cercare di scovare qualche pattern di investimento del fondo e pattern societari nei diversi tax haven.

## CAPITOLO 1: I PARADISI FISCALI

### 1.1 Cosa sono i paradisi fiscali

Il tema dei paradisi fiscali può apparire moderno, ma in realtà la loro prima apparizione può esser fatta risalire al 1869 quando il Principato di Monaco decise di abolire l'imposta sul reddito. Nella prima metà del ventesimo secolo si fece strada la Svizzera, offrendo un regime fiscale agevolato e il suo famoso segreto bancario; nella seconda metà del secolo nacquero invece la maggior parte dei più noti paradisi fiscali ancora esistenti tra i quali quelli delle isole caraibiche, ideali allora per fini di riciclaggio di denaro da parte dei cartelli sudamericani e per scopi di evasione delle tasse e imposte da parte dei privati. A partire da questo periodo iniziò a farsi sentire l'Organization for Economic Co-operation and Development (OECD<sup>1</sup>), identificando i paradisi fiscali come mezzo per evadere le imposte e definendoli dannosi per la competizione fiscale.

L'organizzazione fu la prima a muoversi dettando vari standard che i Paesi membri dovevano seguire per non subire delle potenziali sanzioni. Negli anni l'OECD ha ottenuto molti risultati, soprattutto in Europa, ma i passi da fare per limitare l'utilizzo dei paradisi fiscali sono ancora tanti.

Ad oggi è tuttora difficile dare una definizione corretta e completa per i paradisi fiscali, termine che deriva dall'inglese "tax haven", che tradotto letteralmente significa "rifugio fiscale" (probabilmente il termine "haven" è stato confuso con "haeven" che significa paradiso). Nel 1998 l'OECD pubblicò il report "Harmful Tax Competition - An emerging global issue" nella quale indicò quattro caratteristiche per identificare un paradiso fiscale, queste sono:

1. Imposizione fiscale assente o bassa;
2. La giurisdizione locale non richiede che l'impresa intraprenda un'attività sostanziale nel proprio territorio;

---

<sup>1</sup> <https://www.oecd.org>

3. Mancanza totale o parziale di trasparenza delle operazioni;
4. Mancanza totale o parziale di uno scambio efficace di informazioni sui contribuenti;

Altri fattori individuati sono: una definizione artificiale della base imponibile, volta ad evitare la doppia tassazione ma con disposizioni che riducono in modo eccessivo le imposte, infatti la maggior parte dei paradisi fiscali o non tassa i redditi prodotti all'estero o ci applica una bassa aliquota; mancanza di un aderimento a principi internazionali di prezzo negli scambi; aliquota fiscale o base imponibile negoziabile; segreto bancario.

Ecco che i paradisi fiscali, date le loro caratteristiche, possono essere potenzialmente utilizzati per varie ragioni tra le quali prevalentemente l'evasione e l'elusione fiscale, spesso trattate in modo diverso dalle varie giurisdizioni ma viste entrambe di cattivo occhio. Le ragioni che spingono le società ad utilizzare i tax haven sono varie, tra queste si trovano per esempio le alte aliquote societarie degli Stati occidentali, la presenza di corruzione, la mancanza di trasparenza e chiarezza nei sistemi di imposizione, la mancanza di fiducia nei governi statali, un errato utilizzo degli incassi derivanti dalle tasse da parte degli Stati, la percezione di ineguaglianza tra contribuenti e molto altro ancora.

I paradisi fiscali d'altro canto utilizzano questi sistemi proprio per attrarre capitali dall'estero, sia che essi siano piccoli Stati come le Bermuda, o più importanti a livello internazionale come l'Olanda o Singapore. Solitamente queste Nazioni offrono ottime condizioni per permettere alle società di intraprendere in modo ottimale gli scambi e business di qualsiasi genere, a partire dalla presenza di adeguati sistemi bancari, adeguati sistemi giudiziari e di poche restrizioni amministrative per le imprese. Tutte queste caratteristiche hanno permesso ai tax haven di essere dei grandi centri finanziari, tuttavia gli esperti si sono da sempre preoccupati perché possono portare a problematiche di natura globale come il riciclaggio di denaro da parte dei criminali internazionali, rappresentando una minaccia.

Le maggiori conseguenze dei paradisi fiscali possono essere riassunte nei seguenti punti:

1. Conseguenze di natura economica derivanti dal mancato incasso delle imposte societarie da parte degli Stati di origine, come la mancanza di fondi da destinare ad altri settori pubblici come quello sanitario e dell'educazione, alla ricerca e allo sviluppo, alla redistribuzione della ricchezza tra gli individui e molto altro, causando delle gravi distorsioni economiche;
2. Conseguenze di natura sociale che derivano dalle problematiche causate al settore economico come l'ineguaglianza tra i cittadini, diversi livelli di educazione e aumento della criminalità;
3. Mancanza di trasparenza nel settore finanziario che può portare al riciclaggio di denaro e al terrorismo;
4. Conseguenze di natura politica che potrebbero portare i cittadini a dubitare delle istituzioni fondamentali e minare i principi democratici sulla quale si formano i nostri ordinamenti;

Per contrastare i paradisi fiscali, negli anni si sono intraprese varie misure. Oltre alla minaccia di sanzioni di tipo economico, nell'aprile del 2009 si è compiuto un grande passo in avanti con l'eliminazione del segreto bancario da parte dei leader del G20. L'obiettivo primario è sempre stato quello di favorire la trasparenza e lo scambio di informazioni tra le varie giurisdizioni. Molti paradisi fiscali hanno aderito spesso ad iniziative e ad accordi di questo tipo ma ciò sembra non bastare per contrastare il fenomeno, infatti molti conti societari continuano ad essere nascosti in varie società sussidiarie, fondazioni o fondi con l'intento di ostacolare e rendere complicata l'individuazione dei proprietari di tali ricchezze.

Nel novembre del 2016 sono state introdotte da parte dell'OECD delle importanti misure anti-BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) con l'intento di combattere le strategie di evasione ed elusione fiscale delle società. L'implementazione o meno di queste misure da parte degli Stati può permettere di identificare i paradisi fiscali, infatti, come si vedrà nei paragrafi successivi, chi non le implementa correttamente è probabile che venga individuato come un tax haven.

Anche l'Unione Europea ha cercato di combattere i paradisi fiscali e nello specifico tutti i tentativi di evasione ed elusione fiscale. Proprio come l'OECD, l'UE ha creato una lista nera di giurisdizioni non cooperative<sup>2</sup> che aggiornata al febbraio 2022 include le Samoa Americane, Figi, Guam, Palau, Panama, Samoa, Trinidad e Tobago, Isole Vergini degli Stati Uniti e Vanuatu. La lista nera dell'OECD non presenta alcuna giurisdizione dal maggio del 2009. Nonostante ciò è bene ricordare che le precedenti giurisdizioni sono incluse nella lista in quanto violano molti dei vari criteri che vengono utilizzati per individuare un paradiso fiscale, di conseguenza molti altri Stati violano solo alcune di queste caratteristiche e non vengono inclusi nelle liste (altri motivi che spingono a non inserire alcune Nazioni sono le varie pressioni politiche ed economiche internazionali), ma non per questo non vengono considerati dei tax haven.

Per rendere efficaci queste liste l'Unione Europea spinge gli Stati membri ad adottare delle misure di difesa in ambito fiscale e non fiscale con il fine di combattere l'evasione e l'elusione fiscale. Per quanto riguarda l'ambito non fiscale, si invitano gli Stati membri a fare particolare attenzione nei rapporti con questi Paesi negli ambiti di cooperazione allo sviluppo, rapporti economici e politica estera in generale, inoltre l'UE vieta di destinare i fondi di provenienza dei suoi programmi (come per esempio il Fondo europeo per lo sviluppo sostenibile) ad entità dei Paesi facenti parte della black list. Nell'ambito fiscale i membri hanno una certa libertà d'azione nella scelta e nella severità delle misure, infatti in questo ambito possono scegliere almeno una delle seguenti misure tra monitoraggio rafforzato, maggior controllo dei contribuenti che beneficiano dei regimi dei Paesi nella lista e che si avvalgono dei loro sistemi fiscali. Un'ulteriore scelta da compiere a partire dal gennaio del 2021 è quella di implementare almeno una delle seguenti misure tra le quali la non deducibilità dei costi sostenuti in uno Stato della lista, norme specifiche sulle società controllate con sede in Paesi con un'imposizione assente o ridotta, ritenute alla fonte o limitazione dell'esenzione dei redditi derivanti dai dividendi.

---

<sup>2</sup> <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-list-of-non-cooperative-jurisdictions/>

## 1.2 Criteri per individuare un paradiso fiscale

Per individuare un paradiso fiscale è utile affidarsi ai vari criteri utilizzati dall'Unione Europea per valutare quali Paesi devono essere inclusi nella lista delle giurisdizioni non cooperative. I criteri sono la trasparenza fiscale, l'equità fiscale e l'implementazione delle misure anti-BEPS. La lista viene costantemente aggiornata, infatti dal 2016 fino ad oggi sono state diverse le nazioni che ne hanno fatto parte. L'UE da allora si impegna nell'aggiornare i criteri, dialogare con gli Stati e monitorare i Paesi al fine di risolvere i problemi causati al sistema economico.

### 1.2.1 Trasparenza fiscale

Per essere considerato trasparente in senso fiscale, uno Stato deve rispettare diversi criteri. L'Unione Europea li ha specificati in diversi punti:

1. Gli Stati devono aderire allo scambio delle informazioni fiscali seguendo la normativa Automatic Exchange Of information e utilizzando il Common Reporting Standard per le comunicazioni (al quale dovrebbero già aver aderito ed effettuato il primo scambio di dati nel 2018);
2. Gli Stati devono avere il rating "largely compliant" (ampiamente conforme) da parte del Global Forum con riguardo all'invio di informazioni fiscali su richiesta sulla base della normativa Exchange Of Information on Request;
3. Gli Stati devono ratificare o partecipare alla Multilateral Convention on Mutual Administrative Assistance in materia di imposte oppure avere un adeguato sistema di scambio di informazioni che includa le normative Automatic Exchange Of Information e Exchange Of Information on Request.
4. Gli Stati devono rispettare dei criteri di trasparenza con riguardo alla titolarità effettiva (quest'ultimo punto in realtà non è stato ancora implementato ma verrà presto preso in considerazione nel corso dei prossimi anni);

Secondo l'Unione Europea, fino al giugno del 2019 uno Stato era conforme ai requisiti di trasparenza fiscale se avesse rispettato almeno due dei primi tre criteri (il quarto al momento è ancora escluso in quanto sarà un criterio valido in futuro). Questo sistema non si applica a quelle giurisdizioni che hanno un rating "non compliant" nel secondo punto e che non hanno almeno un rating "largely compliant" nello stesso punto a partire dal giugno 2018.

### *1.2.2 Equità fiscale*

Il secondo criterio da tenere d'occhio è quello dell'equità fiscale, infatti per tale materia l'Unione Europea ha presentato due criteri da seguire:

1. Gli Stati non devono offrire misure preferenziali in materia fiscale che possano rivelarsi dannose secondo le indicazioni della risoluzione del Consiglio Europeo e dei rappresentanti dei governi degli Stati membri della riunione avvenuta nel dicembre del 1997;
2. Gli Stati non devono facilitare lo stabilirsi di strutture offshore che abbiano lo scopo di attrarre profitti che non derivano dalla reale attività svolta dai soggetti nella giurisdizione;

Per soddisfare i requisiti di equità fiscale gli Stati devono rispettare entrambi i criteri individuati.

### *1.2.3 Implementazione misure anti-BEPS*

L'ultimo criterio generale riguarda l'implementazione delle misure anti-BEPS, in particolare:

1. Gli Stati devono attuare e implementare gli standard minimi delle misure anti-BEPS a partire dalla fine del 2017;

2. Gli Stati dovranno ricevere delle valutazioni positive riguardo alla loro effettiva implementazione delle misure anti-BEPS;

L'acronimo BEPS sta per Base Erosion and Profit Shifting, ovvero erosione della base imponibile e traslazione dei profitti. Queste misure sono state proposte dall'OECD e approvate al G20 di Lima nell'ottobre del 2015, il loro scopo è quello di ottimizzare i sistemi fiscali per evitare che i profitti possano essere traslati verso paradisi fiscali o scappare all'imposizione dello Stato.

Dal 2015 il Piano di Azione di queste misure nasce con 15 azioni. La prima (1) riguarda l'economia digitale, un tema fondamentale e complesso in quanto ormai esistono varie modalità per erodere la base imponibile e traslare i profitti grazie alle imprese digitali, ciò a causa della difficoltà ad individuare una presenza digitale significativa in Paesi diversi da quello di residenza. La soluzione individuata prevede di utilizzare nuovi parametri per fare sempre più chiarezza. Le altre azioni, in particolare dalla 2 alla 14, sono contenute in quelli che vengono definiti i 3 pilastri fondamentali delle misure anti-BEPS:

- 1° Pilastro: Maggiore coerenza delle regole;
- 2° Pilastro: Focus sui profili sostanziali;
- 3° Pilastro: Garantire trasparenza e certezza del diritto;

Il primo pilastro comprende le azioni dalla 2 alla 5. In particolare si concentra nell'eliminare tutti gli strumenti che permettono di sfruttare le diversità nei sistemi fiscali dei Paesi al fine di trarne un vantaggio, come per esempio tutte quelle misure e condizioni che potrebbero permettere ad una società di raggiungere una doppia non imposizione (2); norme sulle società estere controllate, con un focus su standard che permettano di identificare l'effettivo controllo (3); maggiori controlli sulle transazioni finanziarie tra imprese dello stesso gruppo che hanno l'obiettivo di dedurre sempre più gli interessi per ridurre la base imponibile (4); efficaci scambi di informazioni e dati fiscali tra i Paesi (5).

Il secondo pilastro include le azioni dalla 6 alla 10. Il suo obiettivo è quello di introdurre delle clausole antiabuso per tutte quelle società che ottengono vantaggi fiscali a cui

non hanno diritto, si pensi per esempio a quelle che riescono ad ottenere benefici derivanti ai soli residenti nonostante esse non lo siano (6); definire degli standard per definire una stabile organizzazione e combattere la frammentazione delle attività di una società atta ad ostacolare l'identificazione del proprio operato nei vari Paesi (7). Le ultime azioni del secondo pilastro si concentrano sulle norme dedicate ai principi di prezzi di mercato (*transfer pricing*), con lo scopo di evitare che le imprese di un gruppo facciano spuntare profitti nelle società che godono di vantaggi fiscali. Difatti le azioni trattano il tema dei beni immateriali (8), della ripartizione dei rischi (9) e delle aree ad alto rischio ai fini dell'erosione (10).

Il terzo pilastro raggruppa invece le azioni dalla 11 alla 14, questo comprende l'attività di misurare il BEPS tramite sei indicatori diversi, per monitorare e capire in che modo si evolve il fenomeno (11); regole di Disclosure per scovare i soggetti che mirano ad una pianificazione fiscale aggressiva (12); aumentare l'efficacia dei documenti e dati ricevuti dalle società in modo da monitorare il tema del principio dei prezzi di mercato, cercando di raccogliere le informazioni sulle imposte pagate Paese per Paese e rendendo questi dati accessibili alle Amministrazioni Pubbliche incaricate di osservare il fenomeno (13); metodi di risoluzione delle controversie in materia di BEPS, rendendo di anno in anno il meccanismo sempre più efficiente (14).

L'ultima regola non fa parte dei tre pilastri ma viene indicata come quindicesima (15) e tratta dell'implementazione di strumenti multilaterali per modificare accordi bilaterali con il fine di velocizzare le pratiche che permettono di attuare le misure.

### **1.3 Dove si trovano i paradisi fiscali**

Nel seguente paragrafo si parlerà dei paradisi fiscali che non rispettano tutti o alcuni dei criteri del *paragrafo 1.2*, quindi della trasparenza fiscale, equità fiscale e misure anti-BEPS. La scelta dei Paesi è stata fatta seguendo la black list dell'Unione Europea e l'indagine "La lista nera sfumata di grigio" della Oxford Committee for Famine Relief (OXFAM<sup>3</sup>) del 2017 con un aggiornamento nel 2021, in quanto quest'ultima ha portato

---

<sup>3</sup> <https://www.oxfamitalia.org>

avanti le sue indagini seguendo i criteri che utilizza l'UE per selezionare gli Stati da includere nella lista delle giurisdizioni non cooperative.

La scelta è stata inoltre fatta seguendo anche altri studi come quello di Missing Profit<sup>4</sup> (2021), che parte dal paper "The Missing Profit of Nations" a cura di Thomas Torslov, Ludvig Wier e Gabriel Zucman, a cui si rimanda per la metodologia utilizzata per ricavare le stime dei profitti persi dagli Stati a causa dei tax haven.

Un ulteriore indicatore utilizzato per identificare un paradiso fiscale è il Corporate Tax Haven Index del 2021 di Tax Justice Network<sup>5</sup>, nato per capire quali sono le giurisdizioni che permettono alle multinazionali di pagare meno imposte sul reddito. Il Tax Justice Network ha poi classificato i Paesi in base ai livelli del CTHI che è calcolato combinando "Haven Score" e "Global Scale Weight". Un maggior livello di CTHI non è associato al Paese con minori imposte verso le multinazionali, ma è da associare allo Stato che potenzialmente potrebbe essere abusato maggiormente anche in relazione al suo ruolo nell'economia globale.

L'Haven Score (HS) va da 0 a 100, dove più ci si avvicina a 100 e più il Paese può essere sfruttato da parte delle società per pagare meno imposte. Lo Score è formato da 20 indicatori che riflettono norme e meccanismi utilizzabili dalle imprese per non pagare le imposte, inoltre questi indicatori sono divisi in 5 categorie che andranno a pesare ciascuna per il 20% sul risultato dell'Haven Score. Le 5 categorie individuate sono così divise:

1. Aliquota d'imposta sul reddito delle società più bassa disponibile (composta da un solo indicatore omonimo);
2. Scappatoie e lacune (composta da: trattamenti del reddito derivante da investimenti dall'estero, possibilità di deduzione delle perdite negli anni successivi, ritenute sulle plusvalenze, esenzioni diverse a seconda del settore, trattamenti speciali in materia fiscale dedicati a particolari aree geografiche, incentivi speciali per brevetti e detrazione degli interessi fittizi);
3. Trasparenza (composta da: norme che consentono di rendere pubblici i bilanci societari, norme che impongono la divisione delle operazioni della società

---

<sup>4</sup> <https://missingprofits.world> - Torslov T. con Wier L e Zucman G. (2021), *The Missing Profit of Nations*, University of Copenhagen and Berkeley University of California, 10/08/2021.

<sup>5</sup> <https://cthi.taxjustice.net/en/>

Paese per Paese, norme che consentono alle autorità locali di osservare i dati finanziari delle società, presenza di accordi privati con le multinazionali, sistemi per segnalare schemi di elusione ed evasione fiscale e segretezza delle sentenze in materia fiscale nei confronti delle multinazionali);

4. Anti-elusione (composta da: limiti nella deduzione degli interessi, limiti nella deduzione delle royalties, limiti nelle deduzioni dei pagamenti per i servizi, ritenute sui dividendi e misure difensive contro la traslazione dei profitti in società controllate nel proprio territorio);
5. Applicazione dei trattati sulla doppia imposizione (composta da un solo indicatore omonimo);

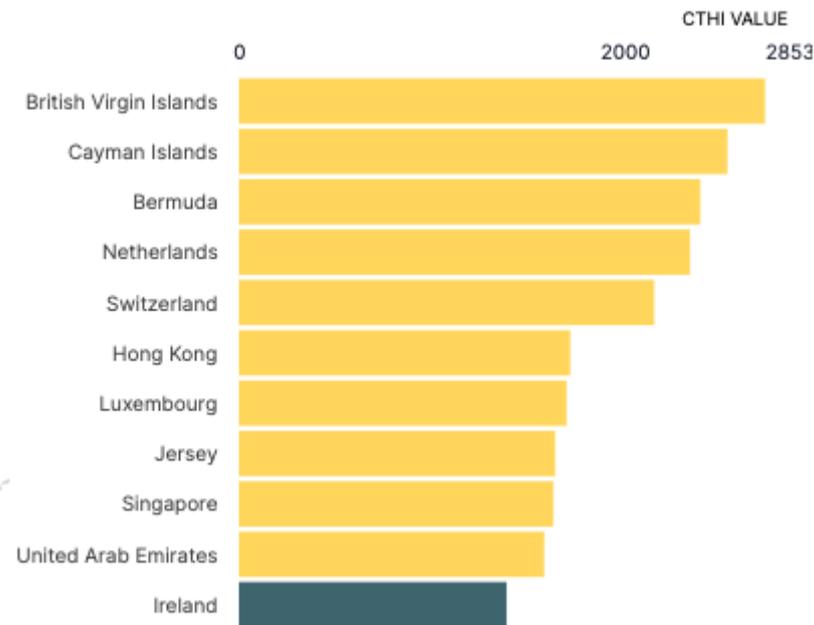
Il Global Scale Weight (GSW) invece cerca di misurare il volume dell'attività delle multinazionali nei vari Paesi, calcolato utilizzando gli investimenti diretti esteri in entrata per ciascuno Stato forniti dal Fondo Monetario Internazionale.

A questo punto il CTHI viene calcolato nel seguente modo:

$$CTHI = [HS^3 * \sqrt[3]{GSW}] \div 100$$

Ciascuna giurisdizione classificata nell'indice ha due opportunità durante il processo di ricerca per fornire feedback e contestare i risultati, una volta quando si preparano i risultati preliminari e una volta quando si calcolano i risultati finali. Se uno Stato fornisce prove sufficienti che contrastano una valutazione degli indicatori dell'indice allora il punteggio viene modificato.

Grafico 1.1 Top 11 dei Paesi con il maggior CTHI (2021)



Fonte: Tax Justice Network

È bene sottolineare che dal 2023 verrà introdotta (per i Paesi che hanno aderito agli accordi) una global minimum tax del 15% sulle multinazionali con ricavi di almeno 750 milioni di euro. In sostanza le multinazionali che pagheranno un'aliquota inferiore al 15% in uno Stato dovranno versare la differenza nel Paese di origine o residenza (che avendo aderito agli accordi avrà come minimo un'imposta societaria del 15%). Di conseguenza l'introduzione della global minimum tax andrà a cambiare alcune caratteristiche dei Paesi di cui si parlerà in questi sottoparagrafi, il che potrebbe portare in un futuro prossimo alcuni di questi Stati a non rientrare nelle liste dell'Oxfam. In aggiunta, il contesto normativo in ambito fiscale e di trasparenza dei Paesi cambia in continuazione e di conseguenza è sempre più difficile riuscire ad identificare uno Stato come paradiso fiscale.

Gli Stati che vengono considerati paradisi fiscali nel Capitolo 4 (Distribuzione del valore delle azioni del Government Pension Fund global verso i paradisi fiscali) sono quelli individuati in questo *paragrafo 1.3*.

### *1.3.1 Europa*

Nel momento in cui si pensa al tema dei paradisi fiscali si tende ad immaginare tutte quelle piccole isole dei Caraibi, dimenticandosi in realtà del fatto che anche nel continente europeo, e soprattutto nell'Unione Europea, sono presenti dei Paesi che possono essere considerati dei tax haven. Infatti, l'Unione Europea non verifica se i suoi Paesi membri rispettino i criteri da lei definiti per rientrare a far parte della lista delle giurisdizioni non cooperative. L'Oxfam dopo aver condotto le proprie indagini ha dichiarato che Irlanda, Lussemburgo, Malta, Cipro e Paesi Bassi non rispettano il criterio dell'equità fiscale, con la prima di esse che presenta una imposta societaria pari al 12,5%.

Secondo lo studio Missing Profit (2021), che parte dal paper "The Missing Profit of Nations" a cura di Thomas Torslov, Ludvig Wier e Gabriel Zucman, l'Irlanda nel 2018 ha attratto circa 126 miliardi di dollari di profitti che sono stati traslati da società originarie di altri Paesi che costituiscono, una volta applicata l'aliquota, il 61% degli incassi derivanti dalle sue aliquote societarie. L'Irlanda nel 2021 figura all'undicesimo posto nel Corporate Tax Haven Index ranking. Questo Paese dell'UE è noto per attirare molti dei capitali provenienti da multinazionali statunitensi, spesso dedicando a loro, in modo del tutto segreto, dei speciali vantaggi per ridurre le imposte. Un caso famoso è quello della Apple che è stata multata dalla Commissione Europea nel 2016 ed è stata anche obbligata a versare tutte le imposte non versate negli anni precedenti. Un altro fenomeno che si verifica in Irlanda è quello che permette alle holding di trasferire o dichiarare i suoi profitti nelle società controllate con sede in Irlanda.

L'Olanda pare invece che, secondo lo studio di Missing Profit, abbia attratto circa 106 miliardi di dollari di profitti nel 2018 e che una volta applicata la loro aliquota societaria del 25% costituiscano il 28% degli incassi derivanti da questo tipo di imposizione dedicata alle imprese. L'Olanda nel 2021 figura al quarto posto nel Corporate Tax Haven Index ranking. Sono vari i fattori che portano le società a trasferirsi in questo Paese, dalla flessibilità della governance societaria (è presente il voto plurimo nelle assemblee dei partecipanti al patrimonio netto) alla poca burocrazia. Risultano però fondamentali i vantaggi che permettono di attirare capitali esteri a basso costo e all'esenzione da

ritenute per quanto riguarda gli interessi in uscita, le royalties (remunerazioni derivante dalla concessione in licenza di brevetti) in uscita e i dividendi in uscita. Inoltre gli utili distribuiti da imprese non residenti e le plusvalenze che provengono dalla vendita di azioni in imprese non residenti possono non rientrare nel calcolo del reddito (rispettando però alcuni criteri). I vantaggi dei Paesi Bassi vengono sfruttati, oltre che dalle tante multinazionali statunitensi, anche dalle società italiane, tra queste figurano Fiat-Chrysler, Mediaset e Ferrari.

Il Lussemburgo, secondo lo studio di Missing Profit, nel 2018 ha attratto 56 miliardi di dollari di profitti derivanti da imprese residenti in altri Paesi e una volta applicata la sua aliquota societaria essi costituiscono il 49% degli incassi derivanti da questo tipo di imposizione dedicata alle imprese. Il Lussemburgo nel 2021 figura al settimo posto nel Corporate Tax Haven Index ranking. Il Paese è da sempre stato al centro dell'attenzione anche a causa della mancanza di trasparenza in materia fiscale, ma soprattutto per gli accordi privati con le multinazionali che ha permesso a queste ultime di ridurre le imposte da pagare (proprio come in Irlanda). Questi tipi di accordi vennero discussi pubblicamente in seguito all'inchiesta Luxleaks nel 2014 e in seguito a varie leggi divenne obbligatorio rendere trasparenti gli accordi con le multinazionali. Il numero degli accordi calò vertiginosamente negli anni, probabilmente perché non era più possibile inserire clausole speciali e vantaggiose per le società, ma a quanto pare ciò è ancora possibile attraverso delle lettere informative, un metodo informale che non necessita di trasparenza.

Parte dei paradisi fiscali collocati in Europa ma non facenti parte dell'Unione Europea sono alcune delle Dipendenze della Corona Britannica e dei Territori d'Oltremare del Regno Unito. Tra questi sono presenti Gibilterra, Jersey, Guernsey e l'Isola di Man. Il Territorio d'Oltremare di Gibilterra, oltre ad avere un'imposta societaria del 10%, non si è impegnata ad implementare correttamente le misure anti-BEPS; le Dipendenze della Corona Britannica tra le quali l'isola di Jersey, l'isola di Guernsey e l'Isola di Man non rispettano i criteri di equità fiscale, avendo di fatto un'imposta societaria dello 0%. Nell'isola di Jersey, secondo Missing Profit, nel 2018 sono stati traslati 19 miliardi di dollari. L'isola si trova nel Canale della Manica e come già anticipato l'aliquota dell'imposta del reddito sulle società ammonta allo 0%, salendo al 10% per quelle che operano nel settore finanziario e al 20% per chi trae reddito dallo sfruttamento delle

risorse dell'isola, inoltre solitamente non sono previste ritenute su dividendi, interessi e royalties. L'isola di Jersey nel 2021 figura all'ottavo posto nel Corporate Tax Haven Index ranking.

Anche l'isola di Guernsey si trova nel Canale della Manica e secondo Missing Profit nel 2018 sono stati traslati 1,4 miliardi di dollari di profitti. Le sue norme sull'imposizione fiscale sono simili a quelle di Jersey.

L'Isola di Man si trova invece nel centro del Mar d'Irlanda tra il Regno Unito e l'isola di Irlanda. Secondo Missing Profit nel 2018 sono stati traslati profitti per 2,4 miliardi di dollari. La sua normativa fiscale è simile a quella delle isole della Manica di Jersey e Guernsey.

Anche la Svizzera viene considerata un paradiso fiscale a causa del non rispetto dei criteri di equità fiscale. Sempre secondo lo studio di Missing Profit nel 2018 sono stati spostati in Svizzera circa 102 miliardi di dollari di profitti che hanno contribuito al 39% delle imposte societarie collezionate dal suo governo in quell'anno. La Svizzera nel 2021 figura al quinto posto nel Corporate Tax Haven Index ranking. Il Paese è da sempre famoso per i vantaggi che ha offerto sulla privacy, si pensi per esempio al noto segreto bancario svizzero, ormai non più applicabile a causa delle nuove norme sulla trasparenza e lo scambio di informazioni finanziarie. Nonostante ciò sono ancora tante le società che si trasferiscono in Svizzera per sfruttare i vantaggi fiscali di alcuni Cantoni, in quanto essi si differenziano tra loro per le aliquote da applicare ai redditi delle società. L'aliquota media dell'imposta sul reddito delle imprese è del 14,9% ma per alcuni Cantoni essa è più bassa, come quella del Cantone di Zugo che arriva all'11,9%, quella del Cantone di Ginevra che tocca il 14% e quella del Cantone di Basilea e città del 13%.

Infine altri Paesi più piccoli e meno rilevanti sono: Albania, che non implementa correttamente le misure anti-BEPS; Bosnia Erzegovina, Macedonia, Montenegro e Serbia, che oltre a non rispettare i criteri delle misure anti-BEPS non rientrano in quelli della trasparenza fiscale, inoltre la loro imposta societaria è pari o leggermente inferiore al 10% (tranne che per la Serbia che è del 15%). Ulteriori Paesi a bassa imposizione societaria sono Andorra (10%), Bulgaria (10%), Ungheria (9%) e Kosovo (10%).

Secondo il paper “Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens” di Coppola Antonio, Maggiori Matteo, Neiman Brent e Schreger Jesse (2021), nel 2017 c’è stato flusso di investimenti in azioni verso società con sede (o con una sussidiaria) in un paradiso fiscale europeo operanti prevalentemente in altri Stati. Tra questi Paesi i maggiori che hanno sfruttato questi tax haven europei sono il Regno Unito (soprattutto con società in Olanda e nell’isola di Jersey) e gli Stati Uniti d’America (soprattutto con società in Irlanda).

### *1.3.2 Asia*

Nel continente asiatico i paradisi fiscali più importanti sono Hong Kong, Singapore e Macao.

L’ex colonia britannica di Hong Kong è ad oggi una regione amministrativa speciale della Cina. Secondo le stime di Missing Profit nel 2018 sono stati traslati profitti per circa 43 miliardi di dollari e hanno costituito il 56% delle entrate in imposte societarie di Hong Kong (una volta applicata l’aliquota). Il Paese non prevede ritenute su dividendi, interessi e royalties, inoltre la tassazione dedicata ai ricchi residenti e alle società straniere è limitata, infatti secondo l’indagine Oxfam l’Hong Kong non rispetta il criterio di equità fiscale. L’aliquota sui redditi delle società varia dall’8,25% al 16,5% in base a quanto viene fatturato nella regione amministrativa. Hong Kong nel 2021 figura al sesto posto nel Corporate Tax Haven Index ranking.

Anche Macao è una regione amministrativa speciale della Cina e secondo le stime di Missing Profit nel 2018 sono stati traslati profitti per circa 9 miliardi di dollari e dai quali sono scaturiti il 57% delle entrate in imposte societarie di Macao. Ad oggi la sua imposta sui redditi delle società ha un’aliquota del 12% che viene applicata solo alla parte che eccede i 600 mila pataca (valuta del Macao) di reddito.

Il Singapore è una città-stato che si trova al sud della Malesia e secondo lo studio di Missing Profit, nel 2018 ha attratto 132 miliardi di dollari di profitti derivanti da imprese residenti in altri Paesi (secondo lo studio è lo Stato in cui sono stati traslati il maggior numero di profitti nel 2018, ma è bene sottolineare che la ricerca di Missing Profit non ha incluso tutti i Paesi, inoltre si tratta solo di stime) e una volta applicata la

sua aliquota societaria essi costituiscono il 37% degli incassi totali derivanti da questo tipo di imposizione dedicata alle imprese. La città-stato nel 2021 figura al nono posto nel Corporate Tax Haven Index ranking. L'indagine Oxfam dice che il Singapore non rispetta i criteri di equità fiscale. Nonostante la sua aliquota sul reddito delle società sia del 17%, sono previste numerose esenzioni per tutte le nuove società o start-up che si insediano in Singapore.

Una menzione a parte va fatta per il Taiwan, un'isola al largo delle coste della Cina ed è riconosciuta da pochi Stati al mondo. Secondo l'Oxfam il Taiwan non rispetta i criteri di trasparenza fiscale e di corretta implementazione delle misure anti-BEPS, anche se a partire dal 2019 l'Unione Europea ha dichiarato che lo Stato ha fatto grandi passi avanti per l'implementazione di queste misure. Dal 2018 la sua aliquota sul reddito delle società è aumentata dal 17% al 20%. Date queste considerazioni, è difficile capire se questo Paese possa ancora definirsi un paradiso fiscale.

Gli altri paradisi fiscali sono quelli del Medio Oriente, tra i quali gli Emirati Arabi Uniti, Bahrain, Oman e Qatar.

Gli Emirati Arabi Uniti sono una Nazione della Penisola Araba composta da 7 emirati ed è ufficialmente indipendente dal Regno Unito dal 1971. Nel 2021 figura al decimo posto nel Corporate Tax Haven Index. La Nazione è famosa per avere oltre 30 zone franche che permettono alle società esenzioni fiscali per 50 anni, tutto ciò è stato ideato con lo scopo di attrarre capitali dall'estero. L'aliquota sul reddito più alta nello Stato, attualmente pari al 55%, è dedicata alle società che estraggono gas e petrolio, mentre per le altre fino a pochi anni fa non erano previste imposte. Gli EAU hanno introdotto nel 2018 un'aliquota del 20% sui profitti di banche e compagnie assicurative, mentre dal 1 giugno 2023 verrà introdotta un'aliquota del 9% (che è comunque molto bassa) che si applicherà alla parte di utili societari che eccede i 375 mila dirham (circa 100 mila dollari). Nonostante ciò, tutte le società che operano nelle sue zone franche continueranno a non versare le imposte.

Infine il Bahrain, che possiede una normativa fiscale simile a quella degli Emirati Arabi Uniti, che ha un'aliquota sui redditi delle società pari allo 0% e secondo lo studio di Missing Profit nel 2018 sono stati spostati circa 4,5 miliardi di dollari di profitti che hanno contribuito al 36% delle imposte societarie collezionate dal suo governo in quell'anno.

Sempre secondo il paper “Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens” di Coppola Antonio, Maggiori Matteo, Neiman Brent e Schreger Jesse (2021), nel 2017 c’è stato flusso di investimenti in azioni verso società con sede (o con una sussidiaria) in un paradiso fiscale asiatico operanti prevalentemente in altri Stati. Tra questi Paesi i maggiori che hanno sfruttato questi tax haven asiatici sono la Cina (soprattutto società in Hong Kong) e gli Stati Uniti d’America (soprattutto con società in Singapore).

### *1.3.3 Caraibi e Oceano Pacifico*

Probabilmente i tre paradisi fiscali più importanti al mondo sono situati nel Mar dei Caraibi. La top 3 del Corporate Tax Haven Index vede al primo posto le Isole Vergini Britanniche, al secondo posto le Isole Cayman e al terzo posto le isole Bermuda, tutte e tre sono legate al Regno Unito.

Le Isole Vergini Britanniche sono un arcipelago di 40 isole che costituiscono un territorio d’oltremare del Regno Unito. Le sue norme in materia fiscale e la poca burocrazia le hanno permesso di attrarre capitali esteri e questo ha fatto sì che diventasse una delle migliori economie dei Caraibi, con un’attività nel settore finanziario predominante. L’aliquota dell’imposta sui redditi delle società è pari allo 0% e inoltre ha una normativa che offre ampia flessibilità per quanto riguarda le acquisizioni e le fusioni di società senza porre particolari limiti alla traslazione dei profitti nel suo territorio. Nel 2021 figura al primo posto nel ranking del Corporate Tax Haven Index.

Le Isole Cayman sono formate da 3 isole e costituiscono uno dei territori d’oltremare del Regno Unito. Secondo Missing Profit nel 2018 sono stati trasferiti nelle isole circa 40 miliardi di dollari. Da oltre 50 anni ha la fama per essere uno dei più grandi paradisi fiscali al mondo, infatti spesso se si pensa ad uno di essi il primo nome che viene in mente è proprio quello delle Isole Cayman. Anche loro hanno una aliquota sul reddito delle imprese dello 0% che attrae prevalentemente le società del settore finanziario (negli anni sono state tante le banche che hanno costituito una società controllata nel

loro territorio). Nel 2021 figura al secondo posto nel ranking del Corporate Tax Haven Index.

Le isole Bermuda sono anch'esse un territorio d'oltremare del Regno Unito e posseggono una aliquota sui redditi delle società dello 0%. Secondo Missing Profit nel 2018 sono stati trasferiti nelle isole circa 84 miliardi di dollari. Nel 2021 figura al terzo posto nel ranking del Corporate Tax Haven Index.

Sempre rimanendo nei Caraibi, attualmente nella black list europea sono presenti Panama, Trinidad e Tobago e le Isole Vergini degli Stati Uniti proprio perché questi Stati non rispettano diversi criteri. Gli altri Paesi al di fuori di questa lista sono Anguilla, Bahamas e Turk e Caicos, noti per l'aliquota dell'imposta dei redditi delle società dello 0%, e infine le Barbados con un'aliquota del 5,5%.

Nell'Oceano Pacifico si trovano invece alcuni dei Paesi della black list europea tra i quali le Samoa, le Samoa Americane, le isole Fiji, Guam e Vanuatu. Gli altri al di fuori di questa lista sono le Isole Marshall e Timor-Est, la prima con un'aliquota dello 0% e la seconda del 10%.

È bene evidenziare che nei territori trattati in questo sottoparagrafo, soprattutto nell'Oceano Pacifico, potrebbero esserci altri paradisi fiscali di cui non si è discusso in quanto alcune piccole giurisdizioni sono difficili da inquadrare.

Sempre secondo il paper "Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens" di Coppola Antonio, Maggiori Matteo, Neiman Brent e Schreger Jesse (2021), nel 2017 c'è stato flusso di investimenti in azioni verso società con sede (o con una sussidiaria) in un paradiso fiscale caraibico operanti prevalentemente in altri Stati. Tra questi Paesi i maggiori che hanno sfruttato questi tax haven caraibici sono la Cina (soprattutto con società nelle isole Cayman e in minor parte nelle Bermuda), gli Stati Uniti d'America (soprattutto con società nelle Bermuda e in minor parte in Curacao e nelle isole Cayman), il Regno Unito (con società nelle Bermuda) e Hong Kong (con società nelle isole Cayman e nelle Bermuda).

## CAPITOLO 2: COME LE SOCIETÀ UTILIZZANO I PARADISI FISCALI

### 2.1 Chi sfrutta maggiormente i paradisi fiscali

Nel Capitolo 1 si è parlato del perché le società utilizzano i paradisi fiscali e successivamente sono stati individuati i Paesi identificabili come tali seguendo vari criteri. A questo punto è bene dedicare un capitolo al dove provengono i soggetti che sfruttano i tax haven e al come effettivamente vengano sfruttati attraverso diversi esempi.

#### 2.1.1 Stati di origine

Per risalire agli Stati di origine più importanti delle società che sfruttano i tax haven è utile rivedere ancora una volta lo studio Missing Profit in quanto vengono studiati anche tutti quei Paesi che perdono profitti a causa della traslazione verso i paradisi fiscali (ancora una volta è bene ricordare che si tratta di stime). Lo studio verrà confrontato con la pressione fiscale degli Stati interessati, definita come la somma dei tributi (T) e dei contributi sociali obbligatori (C) in rapporto al reddito (Y):

$$\text{Pressione fiscale} = \frac{T+C}{Y}$$

Come è già possibile intuire la ricchezza degli Stati di origine avrà un ruolo significativo, in quanto maggiore è sviluppata l'economia e maggiore sarà il numero di società che avrà la possibilità di trasferirsi in un paradiso fiscale.

Nella *Tabella 2.1* viene rappresentata la pressione fiscale dei Paesi facenti parte dell'OECD<sup>6</sup> che secondo lo studio Missing Profit hanno perso in misura maggiore i profitti delle loro società a causa della traslazione verso i paradisi fiscali. Non è un caso

---

<sup>6</sup> <https://data.oecd.org/tax/tax-revenue.htm>

che la pressione fiscale di questi Paesi è tra le più alte al mondo (soprattutto per quelli del continente europeo) e questo potrebbe essere un fattore molto importante che spinge i soggetti a spostare i propri profitti e risparmi. Alcuni Stati non inseriti nella seguente tabella sono la Danimarca (46,54% nel 2020), Belgio (43,07% nel 2020), Svezia (42,60% nel 2020), Austria (42,13% nel 2020) e Finlandia (41,91% nel 2020); i Paesi appena elencati non figurano nella tabella perché, nonostante le loro società abbiano traslato profitti nei paradisi fiscali, i numeri delle perdite sono inferiori a quelle di altre economie più importanti.

*Tabella 2.1 Pressione fiscale di alcuni Paesi dell'OECD (2010-2020)*

Location	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Australia	25.18	25.80	26.82	26.98	27.15	27.74	27.46	28.45	28.53	27.67	..
Canada	31.01	30.80	31.18	31.13	31.27	32.82	33.26	33.04	33.51	33.81	34.39
France	42.15	43.33	44.36	45.37	45.45	45.28	45.37	46.07	45.88	44.88	45.43
Germany	35.53	36.09	36.82	36.95	36.81	37.26	37.75	37.73	38.43	38.62	38.34
Italy	41.70	41.64	43.62	43.83	43.33	42.96	42.24	41.91	41.73	42.41	42.91
Japan	26.24	27.13	27.95	28.56	29.97	30.24	30.28	30.92	31.55	31.41	..
Mexico	12.84	12.77	12.65	13.30	13.69	15.90	16.61	16.08	16.14	16.35	17.93
OECD - Average	31.60	31.93	32.41	32.67	32.89	32.94	33.59	33.37	33.49	33.42	33.51
Spain	31.28	31.19	32.37	33.12	33.89	33.84	33.60	33.87	34.66	34.68	36.62
United Kingdom	32.05	32.86	32.12	31.95	31.66	31.84	32.43	32.87	32.89	32.72	32.77
United States	23.37	23.76	23.92	25.48	25.88	26.22	25.88	26.79	24.89	24.97	25.54

Fonte: OECD

Secondo lo studio Missing Profit lo Stato che vede una maggior traslazione dei profitti delle sue società verso i paradisi fiscali sono gli Stati Uniti d'America con 186 miliardi di dollari nel 2018, di cui 50 miliardi verso Paesi dell'Unione Europea (in particolare 21 miliardi in Irlanda) e i restanti 136 in tax haven collocati al di fuori dell'UE (Svizzera, Caraibi e altri). Nonostante ciò la sua pressione fiscale dal 2000 al 2020 è sempre stata al di sotto della media dei Paesi dell'OECD e nel 2020 è stata del 25,54%.

Il Regno Unito invece nel 2018 ha perso profitti per 120 miliardi di dollari (di cui 90 miliardi verso Paesi dell'Unione Europea, con l'Irlanda come meta preferita con circa 30 miliardi) e la sua pressione fiscale nel 2020 è stata del 32,77%.

La Germania nel 2018 ha perso 83 miliardi di dollari di profitti che sono stati traslati nei paradisi fiscali, di cui 68 miliardi in Paesi dell'Unione Europea (di cui 25 miliardi in Lussemburgo). La sua pressione fiscale nel 2020 è stata del 38,34%.

Altri Paesi tra i maggiori a perdere profitti a causa della traslazione sono Cina (71 miliardi di dollari) e Russia (17 miliardi di dollari) che non sono stati inseriti nella Tabella 2.1 perchè non fanno parte dell'OECD.

La Cina, sempre secondo le stime dell'OECD, nel 2019 ha avuto una pressione fiscale del 22,1%. Nonostante questa percentuale sia minore della maggior parte dei Paesi dell'OECD, secondo Missing Profit la Cina nel 2018 ha perso profitti per 71 miliardi di dollari (meno della metà dei profitti persi dagli Stati Uniti d'America). Ma per questo Stato il discorso può farsi molto vasto in quanto si è già a conoscenza del fatto che le società cinesi possono utilizzare una controllata nei paradisi fiscali e quotarsi in borsa direttamente da quei Paesi per accedere agli investimenti esteri (si pensi a tutte le società cinesi quotate in borsa ad Hong Kong o alle altre con sede nei Caraibi e quotate nel New York Stock Exchange). Questo avviene perché il governo cinese non offre molta libertà alle imprese.

### *2.1.2 Società*

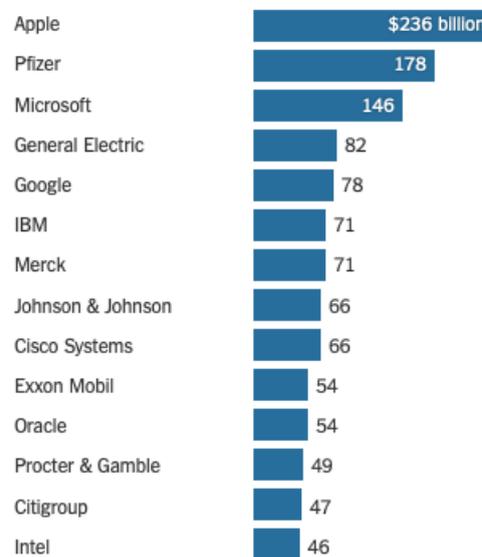
È opportuno adesso parlare di alcuni esempi concreti di imprese che effettivamente sfruttano i tax haven.

Per quanto riguarda le società che fanno uso dei paradisi fiscali, è difficile individuare quale settore potrebbe ricavarne i maggiori vantaggi. Sappiamo già dal Capitolo 1 che alcuni paradisi fiscali negli ultimi anni hanno aumentato le aliquote per tutte le società del settore finanziario e per tutte quelle che sfruttano le risorse del Paese, tuttavia questo non significa che quel tipo di imprese abbiano abbandonato del tutto i tax haven, infatti potrebbero ancora beneficiare di tanti altri vantaggi.

Tra le società con legami in paradisi fiscali ce ne sono tante note, di seguito infatti se ne citeranno alcune (ovviamente la maggior parte delle informazioni reperibili riguardano le imprese con la più alta capitalizzazione sul mercato, quindi soprattutto società statunitensi). La Apple per esempio ha aperto il suo primo impianto a Cork in Irlanda

nel 1980 (ha operato prevalentemente con il metodo “double irish” di cui si parlerà nel prossimo paragrafo), Facebook ha aperto una sede internazionale a Dublino in Irlanda nel 2008 e Google ha aperto la sua principale sede europea in Irlanda nel 2003. Uno studio del 2017 del Zion Research Group<sup>7</sup> ha stimato quali fossero le società facenti parte dell’indice Standard and Poor’s 500 con il maggior numero di profitti traslati nei paradisi fiscali. Come è possibile osservare dal seguente grafico le imprese in questione sono molto rilevanti in termini di capitalizzazione.

*Grafico 2.1 Profitti traslati in paradisi fiscali da società dell’indice S&P 500 in miliardi di dollari (2017)*



*Fonte:* The New York Times (sulla base dei dati del Zion Research Group)

Parlando invece del settore finanziario, numerosi studi trattano di come le banche (in particolare quelle europee) stiano continuando ad utilizzare i paradisi fiscali. Il report più recente è quello dell’EU Tax Observatory<sup>8</sup> chiamato “Have European banks left tax havens?”<sup>9</sup> del 2021 dove in sostanza si documenta l’attività delle banche europee nei paradisi fiscali dal 2014 fino al 2020. Lo studio afferma che le 36 banche europee esaminate generano ogni anno profitti per circa 144 miliardi di euro, di cui circa 94 miliardi (il 65%) derivano dalle attività delle sue affiliate e i restanti (il 35%) dall’attività

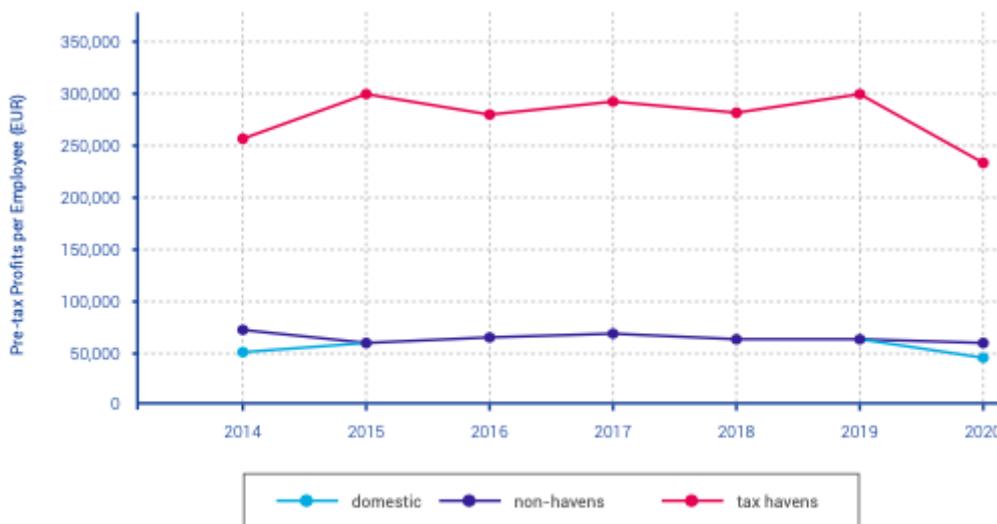
<sup>7</sup> <https://www.zionresearchgroup.com>

<sup>8</sup> <https://www.taxobservatory.eu/it/>

<sup>9</sup> Aliprandi A., Barake M. and Chouc P.E., Have European banks left tax havens? Evidence from country-by-country data, EU Tax Observatory, Settembre 2021.

nel loro mercato domestico. In generale si stima che la loro quota di profitti nei paradisi fiscali sia del 14% (20 miliardi di euro) e il fatto che desta più sospetti è che in questi luoghi il personale impiegato rappresenta solo il 4% del totale. Andando ad analizzare il rapporto tra i profitti generati nei paradisi fiscali, nel mercato domestico e negli altri Paesi con il numero dei dipendenti nel luogo di anno in anno, risulta che nei tax haven la redditività per impiegato delle 36 banche sia in media, nel periodo osservato, di 283 mila euro, contro i 63 mila euro nel mercato domestico e i 68 mila euro negli altri Paesi in cui operano.

*Grafico 2.2 Redditività per impiegato delle 36 banche europee (2014-2020)*



*Fonte: EU Tax Observatory*

La ricerca ha calcolato anche il loro “effective tax rate”, ovvero il rapporto tra le imposte pagate e i profitti per tutto l’orizzonte temporale, e per ben 6 banche questo tasso in media è stato inferiore al 15% (Monte dei Paschi, Royal Bank of Scotland, Barclays, Bayern Landesbank, Norddeutsche Landesbank e HSBC).

In generale dal 2014 al 2020 alcune banche dello studio hanno aumentato la loro percentuale di profitti registrata nei paradisi fiscali, mentre per alcune è rimasta stabile e per altre è diminuita.

Tabella 2.2 Cambiamenti dei profitti registrati dalle banche  
nei paradisi fiscali (2014-2020)

Presence in Tax Havens	Bank	Average percentage of profits between 2014 and 2016	Average percentage of profits between 2018 and 2020	Change
Increasing	Monte dei Paschi	30.3%	49.8%	19.4%
	Intesa Sanpaolo	12.5%	24.6%	12.2%
	HSBC	54.4%	62.3%	7.9%
	Barclays	16.4%	20.7%	4.3%
	Nordea	4.2%	6.3%	2.1%
	BBVA	0.9%	1.9%	1.0%
	Banco Santander	0.5%	1.3%	0.8%
	Rabobank	3.9%	4.5%	0.7%
Stable	Nord LB	27.2%	27.6%	0.4%
	Handelsbanken	0.1%	0.4%	0.2%
	SEB Bank	2.8%	3.0%	0.2%
	Crédit Mutuel	1.9%	1.8%	-0.1%
	Helaba	0.7%	0.5%	-0.2%
	BPCE	2.2%	2.0%	-0.2%
	Danske Bank	2.7%	2.1%	-0.5%
Decreasing	LBBW	0.9%	0.1%	-0.8%
	Lloyds Banking Group	3.8%	2.1%	-1.7%
	Abn Amro	3.0%	0.8%	-2.2%
	KBC Bank	15.1%	12.7%	-2.4%
	BNP Paribas	9.4%	6.9%	-2.5%
	Société Générale	16.5%	13.8%	-2.7%
	Bayern LB	3.5%	0.0%	-3.5%
	Crédit Agricole	15.1%	11.5%	-3.6%
	ING	8.1%	4.3%	-3.8%
	Standard Chartered	33.9%	29.8%	-4.1%
	Nationwide	4.7%	0.0%	-4.7%
	DZ Bank	10.8%	6.0%	-4.9%
	Unicredit	11.0%	4.1%	-6.9%
	Commerzbank	15.3%	6.5%	-8.8%
	Deutsche Bank	32.0%	21.1%	-10.9%
	RBS	71.8%	14.0%	-57.8%

Fonte: EU Tax Observatory

Sono state 16 le banche dello studio che dal 2014 al 2020 hanno diminuito la loro percentuale di profitti registrata nei paradisi fiscali, in particolare la Royal Bank of Scotland che è passata da una media del 71,8% di profitti nei tax haven nel 2014-2016 al 14% nel 2018-2020 con un calo del 57,8% (le altre sono Deutsche Bank, Commerzbank, Unicredit, DZ Bank, Nationwide, Standard Chartered, ING, Crédit Agricole, Bayern LB, Société Générale, BNP Paribas, KBC Bank, Abn Amro, Lloyds Banking Group e LBBW). Invece le prime due banche delle 8 ad aver aumentato in proporzione la loro presenza nei paradisi fiscali sono italiane, ovvero Monte dei Paschi

e Intesa San Paolo (seguono HSBC, Barclays, Nordea, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander e Radobank). Altre 7 banche (Nord LB, Handelsbanken, SEB Bank, Crédit Mutuel, Helaba, BPCE e Danske Bank) non hanno cambiato significativamente la percentuale dei profitti nel periodo osservato mentre 5 banche hanno invece eliminato la loro presenza nei paradisi fiscali (Banco Sabadell, Bankia BFA, ERSTE Bank, Nykredit e Swedbank).

## **2.2 Come vengono sfruttati i paradisi fiscali**

È arrivato il momento di parlare di come effettivamente le società riescano a sfruttare i paradisi fiscali. Queste imprese cercano di operare seguendo apparentemente la legalità attraverso un'attenta pianificazione finanziaria che mira spesso all'elusione fiscale, che non viene considerata illegale (anche se non è ben vista dalla maggior parte delle giurisdizioni) in quanto si sfruttano le lacune delle norme in materia fiscale dei vari Paesi. L'elusione fiscale infine può sfociare in evasione fiscale, che al contrario della prima è illegale e punita dagli Stati.

Le tecniche utilizzate sono ovviamente tantissime, di conseguenza si è scelto di parlare solo delle più importanti.

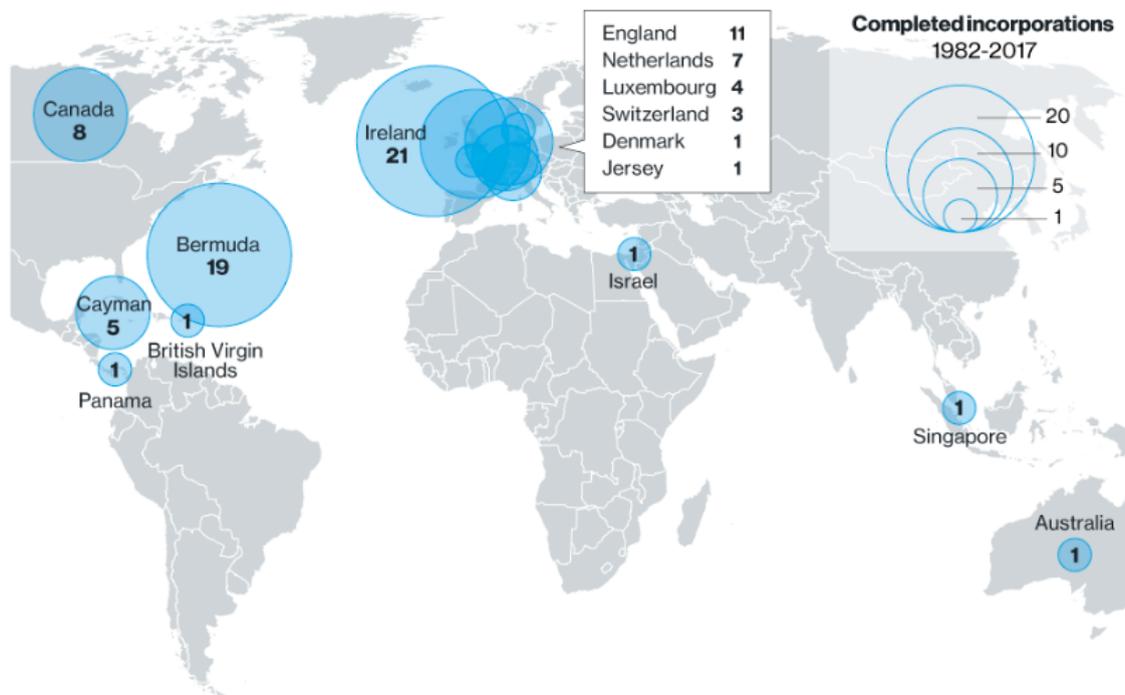
### ***2.2.1 Corporate inversion***

Una strategia nota è la "corporate inversion", che avviene quando una holding costituisce una società controllata in un paradiso fiscale e le trasferisce la proprietà aziendale, facendola divenire la società madre, così da rientrare nel perimetro della normativa fiscale di quel determinato tax haven. Nonostante il cambiamento, le operazioni proseguono solitamente allo stesso modo nel Paese originario (quello dell'ormai ex società madre).

La corporate inversion viene implementata per evitare la legislazione sulle società estere controllate, in quanto in tal caso il reddito della controllata straniera verrebbe sottoposto all'aliquota dell'imposta sul reddito del Paese della holding.

Molte Nazioni cercano di limitare e scoraggiare l'utilizzo di questa tecnica, soprattutto gli Stati Uniti d'America. Nel Grafico 2.3 sono indicate le 85 corporate inversions di società statunitensi scovate da Bloomberg<sup>10</sup> e avvenute dal 1982 al 2017. Come è possibile osservare, la maggior parte di esse si è stabilita in Irlanda (21) e nelle isole Bermuda (19).

*Grafico 2.3 Corporate Inversions di società statunitensi dal 1982 al 2017*



Fonte: Bloomberg

### 2.2.2 Double dipping

Una delle strategie più famose è quella del cosiddetto “double dipping” con la quale un’impresa è in grado di dedurre più volte una spesa per la stessa attività. La strategia può essere implementata per finanziare società dello stesso gruppo riducendo al minimo le imposte da pagare.

Per esempio si ipotizza un insieme di imprese dello stesso gruppo chiamate Alpha (con sede in un Paese ad alta imposizione), Beta (con sede in un Paese ad alta imposizione) e Gamma (con sede in un paradiso fiscale). La società Alpha vuole finanziare Beta, di

<sup>10</sup> Mider Zachary (2014), “Tracking Tax Runaways”, Bloomberg, 18/09/2014.

conseguenza prende a prestito denaro dalla banca (in modo da dedurre gli interessi) e acquista le azioni di Gamma, infine quest'ultima presta del denaro a Beta (che può finalmente dedurre anch'essa gli interessi passivi). Senza l'intervento di Gamma, Alpha avrebbe dovuto pagare una ritenuta sugli interessi attivi incassati dal finanziamento offerto a Beta.

Il double dipping è stato ampiamente utilizzato in questi anni tramite società sussidiarie in Olanda o in Irlanda.

### *2.2.3 Double Irish with a Dutch sandwich*

Il "double Irish with a Dutch sandwich" era una strategia con la quale i brevetti erano trasferiti in Paesi a bassa tassazione e i profitti indirizzati verso le filiali irlandesi, olandesi e poi nei Caraibi.

La tecnica in questione è stata utilizzata da Apple e in particolare da molte società statunitensi appartenenti al settore tecnologico.

La legge irlandese consentiva alle società di essere costituite nel Paese senza essere residenti fiscali se la sede centrale si trovasse in un altro Stato. Dal momento che le affiliate irlandesi erano costituite in Irlanda ma gestite negli Stati Uniti e con sede centrale in altri paradisi fiscali, le prime erano di fatto delle società senza la responsabilità di pagare le imposte (se nel paradiso fiscale scelto l'aliquota fiscale era dello 0%).

La strategia coinvolge due filiali irlandesi, una di queste deve essere una società registrata in Irlanda ma con sede centrale in un paradiso fiscale caraibico, mentre l'altra una società irlandese con sede in Irlanda.

Anche se i brevetti sono sviluppati negli Stati Uniti, la sede statunitense vende a basse cifre i diritti di proprietà alla filiale irlandese con sede centrale nei Caraibi che a sua volta concede l'utilizzo dei software sotto brevetto alla società irlandese con sede centrale in Irlanda.

In questo modo la controllata irlandese paga le royalties alla controllata irlandese con sede nei Caraibi in modo indiretto. Per sfuggire alle trattenute sul trasferimento diretto delle royalties, i profitti sono diretti prima a una controllata olandese. A causa della

disciplina delle imposte differite attive tra Irlanda e Olanda, le transazioni tra questi due Paesi non prevedevano alcuna tassa. A questo punto la controllata olandese riceve denaro dalla società con sede in Irlanda e lo trasferisce all'altra filiale con sede nei Caraibi. Lo schema ha permesso quindi di eludere le imposte e fare arrivare il denaro nei Caraibi.

La strategia del Double Irish with a Dutch sandwich era legale, ma dal 2014 l'Unione Europea ha obbligato il governo irlandese ad evitare che le multinazionali statunitensi utilizzassero questa tecnica. Per alcune società come Apple e Google è stato dato tempo fino al gennaio del 2020 per interrompere la strategia.

#### *2.2.4 Transfer pricing*

Il "transfer pricing" (prezzo di trasferimento) è quel prezzo che le società utilizzano per le vendite di beni e servizi. Gli scambi possono avvenire anche tra imprese dello stesso gruppo, motivo per il quale potrebbe consentire ad un'azienda di trasferire i profitti tra le diverse sussidiarie collocate nei paradisi fiscali.

La strategia in sé non è sanzionabile se la società adotta il principio di libera concorrenza, che richiede che le due parti valutino il bene o il servizio a seconda del suo prezzo di mercato.

Le società spesso tendono a modificare i prezzi negli scambi intra-gruppo perché sanno che è difficile valutare se è davvero stato applicato il principio di libera concorrenza. Per esempio una società madre con sede in un Paese ad alta imposizione potrebbe vendere dei beni ad una controllata con sede in un paradiso fiscale sottostimando il valore dello scambio. A questo punto la controllata può vendere nuovamente il bene al suo reale valore e può realizzare un profitto soggetto alla normativa fiscale del tax haven. La società madre potrebbe anche riacquistare i prodotti ad un prezzo più alto per ridurre ulteriormente il proprio profitto tassabile e allo stesso tempo far aumentare i profitti della controllata nel paradiso fiscale.

Invece che scegliere di non operare secondo il principio della libera concorrenza, le operazioni di acquisto e di vendita di beni e servizi tra società dello stesso gruppo

potrebbero anche includere un maggiore o minore numero di beni rispetto a quelli effettivamente scambiati.

### *2.2.5 Altre strategie*

Di seguito si parlerà di altre 2 strategie minori.

La ridomiciliazione permette alle società di spostare la propria impresa da un paradiso fiscale all'altro nel momento in cui parte un'indagine in materia fiscale da parte di qualche autorità, di conseguenza ad ogni spostamento cambierà la sede fiscale e la normativa fiscale applicabile alla società.

Un'altra strategia è la registrazione aperta dell'industria marittima. Questa permette, indipendentemente dal Paese effettivo di una società, la registrazione delle sue navi mercantili in determinati Stati e portare la bandiera di quel Paese. È chiaro che in via preferenziale vengono scelti dei paradisi fiscali che non tassano i profitti derivanti dall'attività marittima.



## CAPITOLO 3: I FONDI SOVRANI

### 3.1 Storia dei fondi sovrani

Per iniziare, si può semplicemente considerare un fondo sovrano come un fondo d'investimento gestito da un Paese.

A partire dal ventesimo secolo i Paesi hanno iniziato a costituire imprese pubbliche e monopoli per offrire beni e servizi ai cittadini. Spesso questi servizi si sono rivelati di scarsa qualità e con il passare degli anni si è deciso di iniziare un processo di privatizzazione delle imprese pubbliche, nello specifico intorno agli anni ottanta. Alcuni governi decisero proprio di investire le risorse derivanti dalla vendita delle imprese (e non solo) in strumenti finanziari.

Molti fondi sovrani nacquero come fondi di stabilizzazione per contrastare eventuali cali di prezzo o cali di produzione di alcune materie prime, in particolare erano costituiti da quei Paesi la quale economia era in qualche modo dipendente dal commercio delle proprie risorse naturali come petrolio, gas e altri. Infatti negli anni settanta in seguito all'aumento del prezzo del petrolio da 5 dollari al barile a circa 35 dollari, molti dei Paesi del Golfo Persico fondarono dei nuovi fondi sovrani per gestire il denaro derivante dalla vendita del petrolio.

In aggiunta negli anni ottanta il prezzo del petrolio subì varie oscillazioni e i Paesi del Golfo Persico iniziarono a rendersi conto che i loro guadagni non potessero dipendere esclusivamente dalla produzione di petrolio, quindi si creò la necessità di diversificare la propria ricchezza.

Un altro problema degli anni ottanta era la cattiva gestione di questi fondi e il pericolo che i nuovi governi potessero decidere di utilizzare le risorse per aumentare la spesa pubblica. Nel 1985 la Chicago School of Economics aiutò il Cile a fondare il "Chilean Social and Economic Stabilization Fund", un fondo che possedeva sin dall'inizio le caratteristiche dei moderni fondi sovrani, costituito con il denaro derivante dalla

vendita del rame cileno e con l'obiettivo di far fronte ad eventuali deficit di bilancio del governo.

Nel corso degli anni la Banca Mondiale decise di invitare diversi Stati a prendere in considerazione la creazione di un fondo di stabilizzazione (che fa parte della categoria dei fondi sovrani), che si differenzia dai moderni fondi sovrani in quanto si dedica ad investire prevalentemente in obbligazioni estere per contrastare l'inflazione e per evitare eccessive fluttuazioni delle proprie entrate, mentre i Sovereign Wealth Funds investono in più strumenti finanziari.

A partire dalla seconda metà degli anni novanta ci furono diverse crisi valutarie che costrinsero gli Stati ad aumentare le riserve in valuta così da poter affrontare eventuali crisi future (infatti le riserve in valuta passarono da 750 miliardi di dollari nel 1995 a 5400 miliardi di dollari nel 2008). L'eccesso di riserve si tradusse in un bisogno dei Paesi ad investire le risorse e questo è il caso di diversi fondi sovrani asiatici nati in quegli anni.

In generale fondi di stabilizzazione nati prima del ventunesimo secolo si sono trasformati nel corso degli anni nei moderni fondi sovrani, mentre quelli che vennero costituiti da zero nei primi anni duemila assunsero fin da subito le caratteristiche moderne.

Tuttavia fino ad allora i fondi sovrani erano passati un po' inosservati, finché nel 2007 il fondo China Investment Corporation acquistò azioni per 3 miliardi di dollari in Blackstone Group. Successivamente nel 2008 altri fondi sovrani arabi acquistarono azioni di nuova emissione in banche europee e statunitensi, sostenendo l'economia occidentale durante la crisi dei mutui subprime.

Proprio a partire dal 2008, i fondi sovrani hanno avuto uno sviluppo degno di nota. La struttura organizzativa di questi fondi e i Principi di Santiago erano ancora in fase di sviluppo, ma la crisi finanziaria è stata vista come un'opportunità per aumentare il loro peso nelle istituzioni finanziarie, soprattutto per i fondi sovrani del Golfo Persico e dell'Asia.

Durante la crisi dovuta al Covid-19 nel 2020, alcuni fondi hanno subito le ripercussioni del calo dei prezzi di petrolio e gas, ma hanno reagito aumentando il debito, a livello nazionale o di fondi. Altri settori colpiti dalla crisi sono stati quello del turismo, sanità e tecnologia.

Nonostante la crisi, dal 2016 al 2021 l'asset allocation dei fondi sovrani non è cambiata significativamente, con alcuni asset che hanno subito piccoli cali o un aumento in termini percentuali. Gli investimenti in obbligazioni societarie e statali ("FIT" - Fixed Income and Treasuries) sono passati dal 34% al 29%; l'investimento in azioni ("Eq" - Equities) è passato dal 43% al 46%; gli investimenti nel mercato immobiliare ("RE" - Real Estate) sono rimasti al 6%; gli investimenti in infrastrutture ("Infra" - Infrastructure) sono passati dal 5% al 6%; gli investimenti nel private equity ("PE") sono aumentati dal 10% al 12%; gli investimenti in hedge fund ("HF") sono rimasti al 2%.

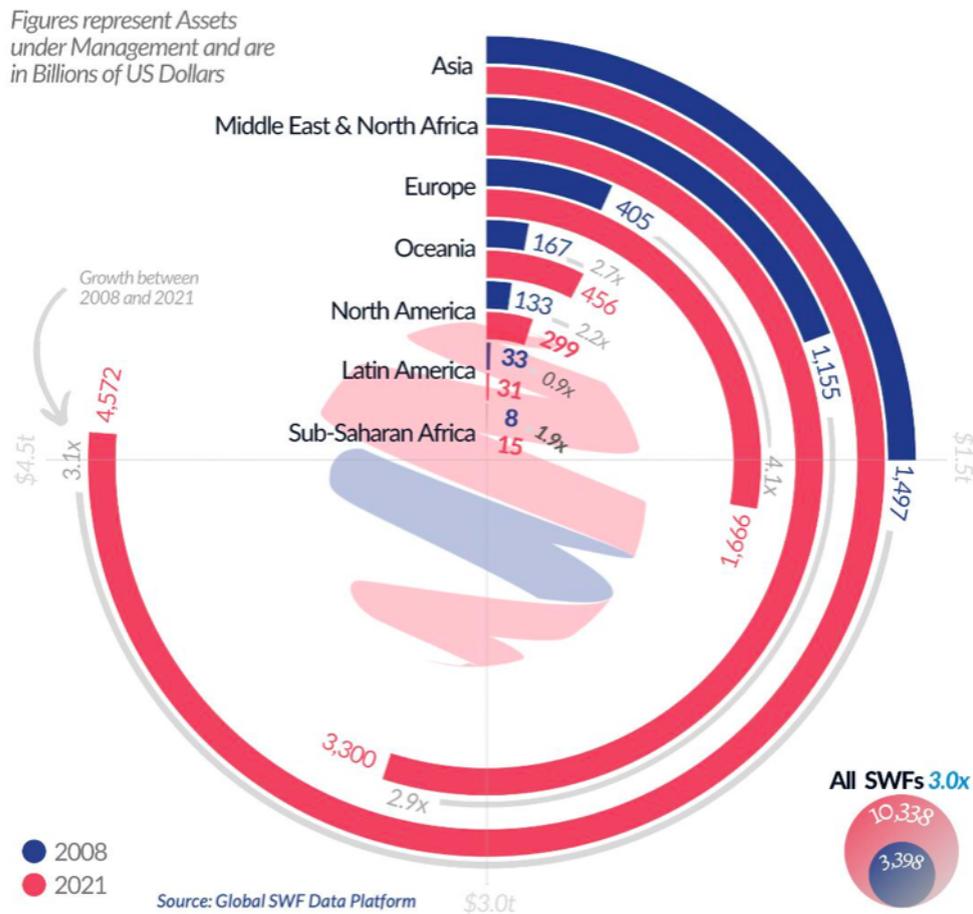
*Grafico 3.1 confronto dell'asset allocation dei fondi sovrani dal 2016 al 2021*



Fonte: Global SWF Data Platform

Dal 2008 al 2021 sono stati fondati 62 nuovi fondi sovrani e gli asset gestiti dal settore sono passati da 3400 miliardi di dollari a 10300 miliardi di dollari. Nel Grafico 3.2 è rappresentata questa crescita in base alle zone geografiche d'origine.

Grafico 3.2 Crescita dei fondi sovrani dal 2008 al 2021



Fonte: Global SWF Data Platform

Come è possibile osservare, in tutte le zone dal 2008 al 2021 c'è stata una crescita degli asset gestiti dai fondi sovrani. In particolare questo valore è triplicato in Asia e in Medio Oriente/Nord Africa, ed è quadruplicato in Europa.

### 3.2 Caratteristiche principali dei fondi sovrani

Nel seguente paragrafo si cercherà di dare una definizione di fondo sovrano, approfondendo le loro caratteristiche e andando ad osservare quali sono ad oggi i più grandi in termini di risorse investite.

### *3.2.1 Definizione, obiettivi e trasparenza dei fondi sovrani*

Un fondo sovrano (in inglese “Sovereign Wealth Fund”) è un fondo d’investimento controllato e gestito da uno Stato con il quale si investe in vari asset tra i quali azioni, obbligazioni, immobili e altro. Molti di questi fondi sono stati costituiti dai Paesi ricchi di risorse naturali tra le quali il petrolio, come in Russia, i Paesi del Golfo Persico, Norvegia e Brunei. Altri fondi invece sono stati costituiti con le riserve in valuta estera derivanti dalle esportazioni, come per esempio in Cina, Corea del Sud e altri Stati del sud-est asiatico.

In linea generale, i fondi sovrani gestiti da un governo possono essere di diversa natura e possiedono caratteristiche diverse:

1. Stabilization fund, un fondo di stabilizzazione per rendere stabili le entrate del governo e contrastare l’inflazione;
2. Savings or Future Generation Funds, in cui si accumulano ricchezze da dedicare alle generazioni future;
3. Pension Reserve Fund, un fondo pubblico che reinveste i contributi dei lavoratori per erogare le pensioni (è bene sottolineare che non tutti includono i PRF nella categoria dei fondi sovrani);
4. Reserve Investment Fund, un fondo che investe le riserve in asset molto liquidi in modo da far fronte ad eventuali deficit pubblici;
5. Strategic Development Sovereign Wealth Funds, ovvero i fondi sovrani moderni di cui si parlerà in seguito;

In generale è complicato dare una definizione esaustiva di un fondo sovrano in quanto nel corso degli anni sono stati descritti in modo diverso.

Una buona e completa definizione è stata data dal Sovereign Investment Lab<sup>11</sup>, il quale dice che si considera a tutti gli effetti un fondo sovrano un fondo con le seguenti caratteristiche:

1. Deve avere le caratteristiche di un fondo d'investimento piuttosto che di una società che compie operazioni finanziarie;
2. Deve essere posseduto interamente dal governo, ma senza alcuna interferenza politica da parte del Ministro dell'Economia e dalla Banca Centrale;
3. Investe su più asset rischiosi sia nel mercato estero che nel proprio mercato domestico;
4. È alla ricerca di un ritorno economico;
5. Non deve avere le caratteristiche di un fondo pensionistico, di conseguenza non deve raccogliere contributi previdenziali dai cittadini;

È bene sottolineare che non tutti i fondi sovrani rispettano le caratteristiche appena elencate.

Quando un governo ha intenzione di costituire un fondo sovrano, deve dialogare con figure importanti come la Banca Centrale e il Ministro dell'Economia per cercare di stabilire fin da subito l'indipendenza del fondo dalle autorità, anche se non per tutti i fondi vale questa regola. La Banca Centrale norvegese per il suo Government Pension Fund Global ha istituito un board ad hoc, ma nonostante ciò la gestione del fondo da parte di questa autorità riesce comunque a renderlo indipendente dalle forze politiche in carica. Altri fondi come l'Abu Dhabi's ADIA invece rispondono direttamente ai governatori, ma c'è anche da dire che negli Emirati Arabi la situazione politica è sicuramente diversa da quella dei Paesi occidentali.

Non tutti i fondi sovrani sono uguali, infatti ciascun fondo si differenzia dagli altri e può avere delle caratteristiche uniche, in particolare riguardo la struttura organizzativa, gli obiettivi d'investimento, gli incentivi offerti ai gestori del fondo e la trasparenza finanziaria.

---

<sup>11</sup> Bortolotti B., Fotak V. e Megginson W. (2014), "The rise of sovereign wealth funds: definition, organization and governance", Università Bocconi, 2014.

Gli obiettivi di un fondo sovrano possono essere diversi, come proteggere l'economia da un eccesso di volatilità nelle esportazioni e preservare il capitale, o ricercare un ritorno finanziario per promuovere lo sviluppo economico.

Nonostante essi possano avere degli obiettivi diversi, molti fondi sovrani aderiscono in maniera del tutto volontaria ai "Santiago Principles". Questi 24 principi sono stati ideati dall'International Working Group of Sovereign Funds con l'obiettivo di mantenere stabile il sistema finanziario globale, dare una regolamentazione ai fondi, permettere ai fondi di investire tenendo in considerazione i rischi economici-finanziari e fornire linee guida per le loro strutture organizzative. Nella seguente *Tabella 3.1* verranno indicati i 24 principi.

*Tabella 3.1 I 24 Principi di Santiago*

1	Il quadro giuridico del fondo sovrano deve essere tale da supportare le operazioni e gli obiettivi che si prepongono.
2	Le linee di condotta del fondo sovrano devono essere chiare e pubbliche.
3	Se le attività del fondo sovrano hanno un impatto macroeconomico sull'economia locale, queste attività devono essere discusse con le autorità fiscali e monetarie.
4	Le norme e le procedure relative all'immissione di fondi e dei prelievi nel fondo sovrano devono essere chiare e pubbliche.
5	I dati statistici del fondo sovrano devono essere periodicamente riportati e segnalati al proprietario.
6	La governance del fondo sovrano deve essere tale da permettere un'adeguata divisione dei ruoli e delle responsabilità, in modo da promuovere l'indipendenza dei manager che è necessaria per raggiungere gli obiettivi.
7	Il proprietario deve stabilire gli obiettivi del fondo sovrano, nominare i manager del board di gestione e supervisionare le operazioni.
8	Il board di gestione deve operare nell'interesse del fondo sovrano e deve essere composto da soggetti che possiedono adeguati requisiti.
9	Il board di gestione deve implementare le strategie del fondo sovrano in modo indipendente.
10	Il quadro di responsabilità per le operazioni del fondo sovrano deve essere chiaramente definito nei documenti costitutivi o nell'accordo di gestione.

11	Il report annuale sulle operazioni e performance del fondo deve essere redatto in modo tempestivo e in conformità con i principi contabili internazionali.
12	Le operazioni e i rendiconti finanziari del fondo sovrano devono essere sottoposti a revisione annuale e devono essere conformi agli standard di revisione internazionali o nazionali purchè siano riconosciuti.
13	Gli standard professionali ed etici devono essere chiaramente definiti e i membri del board di gestione devono esserne a conoscenza.
14	Gli accordi e le operazioni con terze parti svolte nell'interesse del fondo sovrano devono seguire delle regole e procedure ben definite.
15	Le operazioni e le attività svolte dal fondo sovrano nei Paesi esteri devono essere condotte in conformità con i requisiti normativi e informativi applicabili dei Paesi in cui operano.
16	Il quadro normativo e gli obiettivi della governance, oltre che il modo in cui la gestione del fondo sovrano è indipendente dal proprietario, dovrebbero essere resi pubblici.
17	Le informazioni finanziarie rilevanti del fondo sovrano devono essere pubblicate per poter dimostrare il proprio orientamento economico e finanziario, questo al fine di contribuire alla stabilità dei mercati finanziari e a migliorare i rapporti con gli altri Paesi.
18	La politica di investimento del fondo sovrano dovrebbe essere chiara e coerente con i suoi obiettivi, con il rischio e la strategia, ed essere basata su dei corretti principi di gestione del portafoglio.
19	Le decisioni di investimento del fondo sovrano dovrebbero cercare di massimizzare i rendimenti finanziari aggiustati per il rischio rimanendo coerenti con la sua politica di investimento.
20	Il fondo sovrano non deve cercare o prendersi dei vantaggi sfruttando informazioni privilegiate o avere un'influenza inappropriata nei confronti delle entità private con cui opera.
21	I fondi sovrani devono considerare fondamentali i diritti di proprietà degli azionisti. Se un fondo decide di esercitare i propri diritti di proprietà, dovrebbe farlo in modo coerente con i suoi orientamenti e proteggendo il valore finanziario della sua ricchezza.
22	Il fondo sovrano dovrebbe disporre di un insieme di procedure atte ad identificare, valutare e gestire i rischi delle sue operazioni.
23	La performance dell'investimento del fondo sovrano deve essere misurata e comunicata al proprietario secondo principi o standard definiti.

24	Un processo di revisione periodica del rispetto dei Principi di Santiago dovrebbe essere avviato dal fondo sovrano.
----	---

*Fonte:* International Working Group of Sovereign Wealth Fund

Un altro tema ricorrente è il livello di trasparenza dei fondi sovrani, proprio per questo nel 2008 Carl Linaburg e Michael Maduell del Sovereign Wealth Fund Institute crearono il Linaburg-Maduell Transparency Index<sup>12</sup>, un indice utilizzato dai fondi per comunicare durante i report annuali il livello della propria trasparenza. La valutazione sulla trasparenza di un fondo sovrano va da 1 a 10, in cui si considera un fondo abbastanza trasparente quando raggiunge almeno un punteggio di 8. Per assegnare la valutazione, vengono stabiliti 10 principi che se soddisfatti assegnano ciascuno 1 punto. Questi sono:

1. Fornire la storia, le ragioni della creazione, l'origine della ricchezza investita e la struttura organizzativa;
2. Fornire ogni anno report sull'operato del fondo;
3. Fornire le percentuali delle partecipazioni detenute e la sede delle società in cui si investe;
4. Fornire il valore totale del fondo, i rendimenti e gli incentivi offerti ai gestori del fondo;
5. Fornire le linee guida seguite durante il processo di investimento;
6. Fornire strategie e obiettivi;
7. Fornire eventuali informazioni sulle società sussidiarie;
8. Fornire eventuali informazioni sui manager esterni al board istituito per gestire il fondo;
9. Il fondo deve gestire il proprio sito web in maniera indipendente, senza l'intervento di altre autorità;
10. Fornire informazioni per contattare via telefono e raggiungere o individuare gli uffici;

---

<sup>12</sup> <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>

Di conseguenza un fondo sovrano è visto di buon occhio dagli Stati se esso ha una valutazione del Linaburg-Maduell Transparency Index pari o vicina al 10.

### 3.2.2 I più grandi fondi sovrani

I fondi sovrani sono ormai moltissimi e si possono trovare in qualsiasi continente geografico. Nei primi del 2022 il Sovereign Wealth Fund Institute ha stilato una classifica dei maggiori fondi sovrani per l'ammontare di asset da essi detenuti, nella seguente Tabella 3.2 sono presenti i primi 10 fondi al mondo.

*Tabella 3.2 Ranking dei primi 10 fondi sovrani per ammontare di asset*

N°	Nome del fondo sovrano	Totale asset	Zona
1	Government Pension Fund Global	1338 miliardi \$	Europa
2	China Investment Corporation	1222 miliardi \$	Asia
3	Kuwait Investment Authority	737 miliardi \$	Medio Oriente
4	Abu Dhabi Investment Authority	697 miliardi \$	Medio Oriente
5	Public Investment Fund	620 miliardi \$	Medio Oriente
6	HK Monetary Authority Investment	588 miliardi \$	Asia
7	GIC Private Limited	578 miliardi \$	Asia
8	Temasek Holdings	484 miliardi \$	Asia
9	Qatar Investment Authority	450 miliardi \$	Medio Oriente
10	National Social Security Fund	447 miliardi \$	Asia

*Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute*

Come è possibile osservare nella precedente tabella, ben 5 fondi della top 10 provengono dall'Asia, 4 provengono dal Medio Oriente e 1 dall'Europa. Tutti i 4 fondi del Medio Oriente e il Norway Government Pension Fund Global sono stati costituiti inizialmente reinvestendo il denaro derivante dalla vendita del petrolio. In generale gli obiettivi di questi fondi sono a lungo termine e più o meno comuni tra di essi, come per

esempio l'ottenimento di un ritorno finanziario così da poter sostenere l'economia del Paese nel presente e nel futuro. Di seguito si parlerà brevemente di ciascuno di essi, in particolare della loro storia (reperita dai loro siti web indicati nelle note a piè di pagina).

Il Government Pension Fund Global è il fondo sovrano norvegese e risulta al primo posto con un ammontare di asset pari a circa 1338 miliardi di dollari secondo il SWFI. Questo fondo verrà approfondito nel Capitolo 4 in quanto sarà analizzato sulla base dei suoi investimenti in società con sede nei paradisi fiscali.

Il China Investment Corporation<sup>13</sup> ha sede a Pechino ed è stato fondato il 29 settembre del 2007 con lo scopo di investire i fondi in valuta estera del governo cinese e ottenere un ritorno finanziario ed economico. Il CIC investe prevalentemente in azioni di società quotate, obbligazioni societarie e nazionali, hedge fund, nel mercato immobiliare e nei fondi di private equity.

Il Kuwait Investment Authority<sup>14</sup> è stato fondato nel 1982 come una società controllata del Kuwait Investment Office, a sua volta nato nel 1965 dopo lo scioglimento del Kuwait Investment Board. Il KIB è stato fondato nel 1953 da HH Sheikh Abdullah Al-Salem Al-Sabah, la sua sede si trovava a Londra e aveva l'obiettivo di investire le risorse derivanti dalla vendita del petrolio per ottenere un ritorno economico.

L'Abu Dhabi Investment Authority<sup>15</sup> è stato fondato nel 1976 da Sheikh Zayed e investe i fondi del governo di Abu Dhabi. La strategia del fondo è quella di investire perseguendo obiettivi di lungo periodo attraverso un processo disciplinato e coerente con i valori culturali dell'ADIA.

Il Public Investment Fund<sup>16</sup> è un fondo costituito in Arabia Saudita nel 1971 tramite il Royal Decree N° M/24. In realtà il fondo è rinato nel marzo del 2015 in seguito alla Risoluzione 270 tramite cui è passato sotto la direzione del Council of Economic and Development Affairs (CEDA), presidiato dal Principe HRH Mohammed bin Salman bin Abdulaziz. Secondo il governo saudita, con la direzione del CEDA il PIF è riuscito ad ottenere una maggior autonomia che gli ha permesso di perseguire in modo ottimale gli obiettivi di lungo periodo.

---

<sup>13</sup> [http://www.china-inv.cn/chinainven/About\\_CIC/Who\\_We\\_Are.shtml](http://www.china-inv.cn/chinainven/About_CIC/Who_We_Are.shtml)

<sup>14</sup> <https://kia.gov.kw/about-kia/#maindate>

<sup>15</sup> <https://www.adia.ae>

<sup>16</sup> <https://www.pif.gov.sa/en/Pages/AboutPIF.aspx>

L'Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio<sup>17</sup> è un fondo sovrano gestito dalla banca centrale dell'Hong Kong.

Il GIC Private Limited<sup>18</sup> è stato fondato nel 1981 in seguito ad una serie di riforme dedicate alla gestione delle finanze pubbliche messe in atto a partire dall'indipendenza del Singapore nel 1965. Il GIC è stato il primo nella storia a non essere costituito in seguito a profitti derivanti dalla vendita di risorse naturali. Ad oggi è una delle tre entità in Singapore che gestisce le riserve del governo insieme alla Monetary Authority of Singapore e il Temasek<sup>19</sup>. Quest'ultimo è stato fondato nel 1974 ed è ottavo nella lista dei fondi sovrani della Tabella 3.2. A differenza degli altri il Temasek investe quasi esclusivamente in Singapore e in generale in Asia.

Il Qatar Investment Authority<sup>20</sup> è stato fondato nel 2005 in seguito alla Amiri Decision n°22 con l'obiettivo di investire e gestire le riserve del Supreme Council for Economic Affairs and Investment del Qatar. Nel 2006 ha iniziato ad operare e nel 2008 ha aderito ai Principi di Santiago.

Infine al decimo posto rimane il National Social Security Fund<sup>21</sup>, fondato nell'agosto del 2000 dal Partito Comunista Cinese e gestito dal National Council for Social Security Fund.

Dando un'occhiata al Linaburg-Maduell Transparency Index dei fondi sovrani nella top 10 per il totale degli asset accumulati, sempre secondo il Sovereign Wealth Fund Institute solo il Norway Government Pension Fund Global e il Temasek hanno un punteggio pari a 10. L'Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio ha un punteggio di 8, mentre il China Investment Corporation e il GIC Private Limited hanno un punteggio di 7. L'Abu Dhabi Investment Authority, il Kuwait Investment Authority e il Private Investment Fund hanno un punteggio di 6. Infine, il Qatar Investment Authority e il National Social security Fund hanno un punteggio di 5.

---

<sup>17</sup> <https://www.hkma.gov.hk/eng>

<sup>18</sup> <https://www.gic.com.sg/who-we-are/>

<sup>19</sup> <https://www.temasek.com.sg/en/about-us>

<sup>20</sup> <https://www.qia.qa/en/About/Pages/default.aspx>

<sup>21</sup> <http://www.ssf.gov.cn/portal/yw/webinfo/2021/09/1632812253754637.htm>

### 3.3 L'impatto nell'economia

Una questione fondamentale riguarda l'impatto delle decisioni di investimento dei fondi sovrani sui flussi di capitale globali e sui prezzi degli asset. I fondi hanno solitamente un orizzonte d'investimento a lungo termine, di conseguenza è meno probabile che nel breve periodo effettuino importanti cambiamenti nel loro portafoglio che potrebbero influire sulla stabilità dei mercati.

Ecco che, nel momento in cui si definisce la strategia di investimento, un fondo sovrano ha il potenziale per impattare sull'economia mondiale a seconda della diversificazione delle attività del suo portafoglio, causando implicazioni sui flussi di denaro tra Paesi e sui prezzi degli asset. Dal punto di vista macroeconomico, alcuni dei problemi che si potrebbero verificare sono:

1. Un cambiamento nella propensione al rischio per le attività di alcuni Paesi. Prendendo ad esempio gli Stati Uniti d'America, la diversificazione del portafoglio di un fondo che gestisce tantissimi asset potrebbe propendere nel ridurre la richiesta di attività in dollari statunitensi, di conseguenza gli investitori potrebbero considerare le attività statunitensi più rischiose;
2. Minore domanda di asset di un determinato Paese a causa della diversificazione internazionale;
3. Diversificazione globale delle riserve valutarie. La domanda globale di una valuta potrebbe diminuire ulteriormente nel lungo periodo, questo perché gli investitori cercano di diversificare l'esposizione valutaria dei loro portafogli. Ciò potrebbe causare un deprezzamento della valuta in questione;

In particolare, anche i cambiamenti nel sentiment degli investitori potrebbero avere un impatto sui tassi di interesse delle banche centrali e sulle economie emergenti. Gli effetti che si potrebbero verificare sono:

1. Effetto sui tassi di interesse di un Paese. Un passaggio da una linea di investimento a basso rischio ad una di maggiore propensione al rischio

potrebbe portare a un aumento dei tassi di interesse di un Paese, questo perché la sua domanda di titoli di Stato potrebbe diminuire;

2. Effetto sulle economie emergenti. La presenza di fondi sovrani nei mercati dei capitali globali potrebbe risultare favorevole alle attività ad alto rendimento e rischio (si pensi ad esempio a quelle delle economie emergenti).

Concentrandosi sul mercato dell'equity, gli investimenti che vengono annunciati pubblicamente da un fondo sovrano in questo tipo di asset possono essere d'impatto se si tratta di un acquisto relativamente grande in relazione alla quantità e al prezzo dell'azione, se la partecipazione garantisce il controllo e se la transazione ha avuto luogo nei mercati pubblici. Le conseguenze possono rivelarsi positive per il prezzo dell'azione che potrebbe aumentare grazie alla notorietà del fondo e alla sua politica trasparente, inoltre ciò può avvenire anche se lo strumento ha sottoperformato nell'ultimo periodo osservato. Proprio per le stesse motivazioni, un disinvestimento di azioni di una società potrebbe portare all'opposto, ovvero al calo del prezzo dello strumento.

## **CAPITOLO 4: DISTRIBUZIONE DEL VALORE DELLE AZIONI DEL GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL VERSO I PARADISI FISCALI**

### **4.1 Obiettivo e GPF**

L'obiettivo della tesi è quello di cercare di capire in che misura i paradisi fiscali sono coinvolti nel momento in cui un fondo sovrano investe in azioni societarie per diversificare il proprio portafoglio sia a livello settoriale che geografico. Infatti, quando si va a diversificare sul piano geografico, può capitare di investire in società che hanno la propria sede fiscale in un paradiso fiscale ma che in realtà operano in prevalenza nei loro Stati di origine. Sarebbe interessante provare a quantificare l'evoluzione del valore di azioni che un fondo sovrano detiene di anno in anno in queste società, cercando di osservare quali siano i maggiori paradisi fiscali coinvolti, quali siano gli Stati di origine delle aziende che ricorrono più spesso ai paradisi fiscali e quali siano i settori predominanti. Fatta questa premessa, si è deciso di fare un'analisi sull'evoluzione del valore dell'equity del fondo sovrano norvegese distribuito in società che sfruttano i tax haven (quindi solo quelle che hanno la sede fiscale in un paradiso fiscale diverso dallo Stato di origine in cui operano prevalentemente) in quanto il suddetto fondo fornisce informazioni sul valore di tutti i suoi investimenti anno per anno, inoltre per ciascuna impresa viene specificato sia lo Stato originario di appartenenza e sia la sede fiscale. Il motivo fondamentale per il quale si è utilizzato questo fondo è che esso rappresenta un buon esempio di portafoglio diversificato, che ci permette di individuare dei pattern geografici che si potrebbero trovare non irrealisticamente in un qualsiasi portafoglio diversificato correttamente.

Il fondo sovrano norvegese è il Government Pension Fund Global (GPF) ed è gestito dalla Norges Bank, la banca centrale della Norvegia. Il GPF è stato fondato nel 1990 con l'obiettivo di reinvestire i profitti derivanti dal settore petrolifero per proteggere l'economia norvegese e salvaguardare il benessere delle future generazioni, non a caso gli investimenti sono pensati per ottenere un buon rendimento nel medio e lungo

periodo. Insieme al Government Pension Fund - Norway, fondato nel 1967 e che investe solo nella penisola scandinava, forma il più ampio Government Pension Fund of Norway.

Il GPFNG investe in azioni, obbligazioni, beni immobili ed energie rinnovabili in tutto il globo, fatta eccezione per la Norvegia. Ad oggi è uno dei più grandi fondi sovrani del mondo con un valore di ben 1399 miliardi di dollari statunitensi (secondo la Norges Bank al 31/12/2021), di cui il 72% investito in azioni di 9338 società di 65 Paesi diversi, il 25,4% in 1365 obbligazioni di 50 Stati diversi, il 2,5% nel settore immobiliare con 885 proprietà e lo 0,1% in infrastrutture per energie rinnovabili (al momento investe solo nella costruzione di un parco eolico nei Paesi Bassi). Le linee guida per la sua strategia di investimento sono definite dal Ministro delle Finanze ed eventuali importanti modifiche devono essere approvate dallo “Storting”, ovvero il parlamento norvegese. Oltre che diversificare al meglio sia settorialmente che geograficamente, il fondo tiene un occhio di riguardo anche verso l’investimento responsabile rispettando gli indicatori di performance sociale e ambientale. In linea generale il GPFNG opera seguendo tre importanti punti cardine:

1. Stabilire i principi
2. Esercitare i propri diritti di proprietà
3. Investire in modo sostenibile

Per il primo punto, il fondo punta a contribuire allo sviluppo dei mercati seguendo i propri standard di investimento e i principi dell’Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU) e dell’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD), formulando delle aspettative future per le varie società e fornendo linee guida per le sue votazioni all’interno delle assemblee; risulta prioritario anche comprendere i trend futuri attraverso attività di ricerca per riuscire ad accrescere il valore del fondo nel lungo periodo.

Per quanto riguarda il secondo punto, si cerca di esercitare sempre i propri diritti di voto all’interno delle assemblee degli azionisti in modo da partecipare in modo attivo nelle società per rafforzare la governance, migliorare la performance finanziaria e promuovere pratiche di business responsabile. Il fondo mira a dialogare costantemente

con le imprese, dichiarando di avere un regolare dialogo con 1000 di esse che equivalgono a circa i due terzi del valore dell'equity del portafoglio.

Infine il terzo punto mira a ridurre le esposizioni verso rischi inaccettabili, seguendo le indicazioni della "Task Force on Climate-related Financial Disclosures" istituita dal Financial Stability Board del G20 per investire in società che avviano una transizione verso la low-carbon economy e che rispettano vari indicatori ambientali. Inoltre il fondo non investe in imprese che producono armi, che utilizzano il carbone e che producono tabacco. Ecco che molti temi sociali e ambientali sono di fondamentale importanza per il GPFG, come i diritti dei bambini e degli individui in generale, il cambiamento climatico, la biodiversità, la gestione delle risorse idriche, la sostenibilità degli oceani e l'anti-corrruzione.

I dati raccolti dal GPFG per il seguente lavoro di tesi rappresentano il valore di tutti gli investimenti in equity dal 31/12/2015 al 31/12/2021 verso società che hanno spostato la sede in un paradiso fiscale, divisi per le seguenti aree geografiche:

1. Africa
2. America Latina
3. Asia
4. Europa
5. Medio Oriente
6. Nord America
7. Oceania

Il fondo sovrano norvegese per selezionare le società in cui acquistare le azioni segue quasi interamente il suo benchmark, ovvero l'indice FTSE Global All Cap composto da oltre 9000 mila imprese, ma i documenti della Norges Bank dicono che il fondo investe in altre 1000 società non presenti nell'indice.

È fondamentale sottolineare che per questa analisi si è deciso di non considerare alcune società, nello specifico tutte quelle nel quale il loro Stato di origine è esso stesso considerato un paradiso fiscale, in quanto si vuole mettere enfasi sulle imprese che hanno effettivamente spostato la loro sede fiscale, così da osservare le tendenze dei vari Stati di origine. Di conseguenza non verrà considerata una società irlandese come

può essere Glanbia PLC perchè, nonostante abbia sede in un tax haven, essa nasce e opera in Irlanda dal 1997 (dalla fusione di altre imprese irlandesi del settore nate agli inizi della seconda metà del ventesimo secolo) dedicandosi alla vendita di prodotti lattiero caseari. In alcune delle zone geografiche non sono presenti investimenti in società nel quale il Paese originario è esso stesso un paradiso fiscale, queste sono Africa, America Latina, Nord America e Oceania. Infatti, prendendo il caso del Nord America il fondo investe solamente in società originarie degli Stati Uniti e del Canada, che non sono considerati paradisi fiscali. Per queste il loro sottoparagrafo dedicato tratterà infatti di tutti gli investimenti del fondo sovrano norvegese verso il Nord America passanti attraverso i tax haven nel mondo, senza esclusione di imprese come nell'esempio della società irlandese Glanbia PLC.

I passaggi svolti nel lavoro di tesi utilizzando i dati degli investimenti del Government Pension Fund Global sono:

1. Ricerca e individuazione di società (in cui il GPFG investe) che operano prevalentemente nel loro Stato di origine ma che hanno la propria sede fiscale in un tax haven (attraverso le informazioni pubbliche e dettagliate del sito della Norges Bank Investment Management<sup>22</sup>);
2. Per ciascuna di esse si è riportato il settore, lo Stato di origine e il paradiso fiscale da loro utilizzato, raggruppandole nelle aree geografiche individuate precedentemente;
3. Per ogni società in questione si è raccolto il valore in dollari della partecipazione detenuta dal fondo al 31/12 di ogni anno compreso nell'intervallo temporale che va dal 2015 al 2021;
4. Infine si sono fatte delle osservazioni che seguiranno nei paragrafi successivi sugli Stati e i tax haven maggiormente coinvolti per zona geografica, sui settori predominanti e un confronto sulle aliquote applicate al reddito delle società degli Stati di origine e dei paradisi fiscali;

Un'ulteriore tema importante riguarda il fatto che il GPFG segue il sistema di classificazione dei settori societari di FTSE Russell, che a partire dal giugno 2021 ha

---

<sup>22</sup> <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/>

cambiato i criteri. Il fondo sovrano norvegese si è adeguato a questo cambiamento che ha coinvolto i soli dati del 2021, di conseguenza si è deciso di continuare ad utilizzare i vecchi criteri. Per ciascuna nuova società in cui il fondo non ha investito negli anni precedenti si è cercata l'attività principale e la si è riclassificata nei settori classici presenti nell'analisi dal 2020 al 2015: industriale (Industrials), attività manifatturiere volte alla trasformazione delle materie prime; beni di servizio e di consumo (Consumer Goods e Consumer Services), attività che producono beni che offrono una utilità diretta per il consumatore; materiali di base (Basic Materials), attività come l'estrazione di materiali presenti in natura come l'oro grezzo; finanziario (Financials), che comprende tutte le attività connesse alle operazioni finanziarie; tecnologico (Technology), include società basate sull'elettronica; petrolio e gas (Oil & Gas); sanitario (Health Care); telecomunicazioni (Telecommunications); utilità (Utilities).

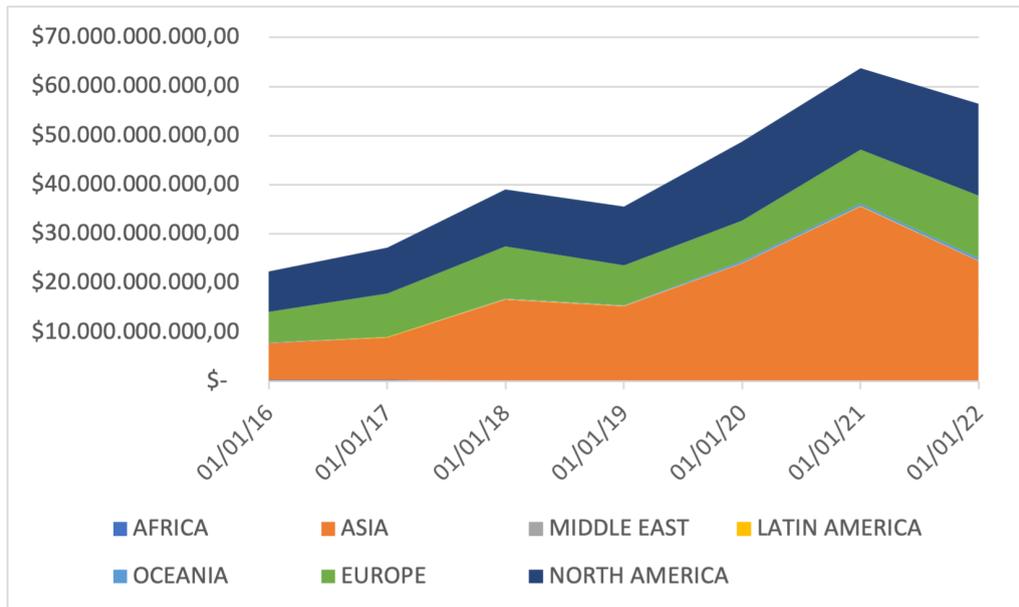
Tutti i riferimenti presenti nei prossimi paragrafi sono da considerare solo come riscontri dei dati del fondo sovrano norvegese (GPF), inoltre è da ricordare che il valore dell'equity è espresso in dollari statunitensi.

## **4.2 Una visione generale**

Per iniziare è interessante andare ad analizzare i dati nella loro interezza, cercando di capire come si stanno muovendo gli investimenti in società con sede in un paradiso fiscale. È utile precisare che nel 2018 c'è stato un calo generale del valore degli investimenti (in particolare nel primo e nel quarto trimestre) che secondo la Norges Bank è stato inaspettatamente causato da un mercato particolarmente turbolento e dal calo dei tassi di interesse delle obbligazioni a lungo termine statunitensi.

Nel prossimo grafico è presente l'evoluzione del valore dell'equity detenuto dal Government Pension Fund Global in società che operano prevalentemente in una determinata zona geografica che hanno sede nei paradisi fiscali dal 31/12/2015 al 31/12/2021.

*Grafico 4.1 Evoluzione del valore dell'equity nelle zone geografiche di origine delle società che sfruttano un paradiso fiscale (2015-2021)*

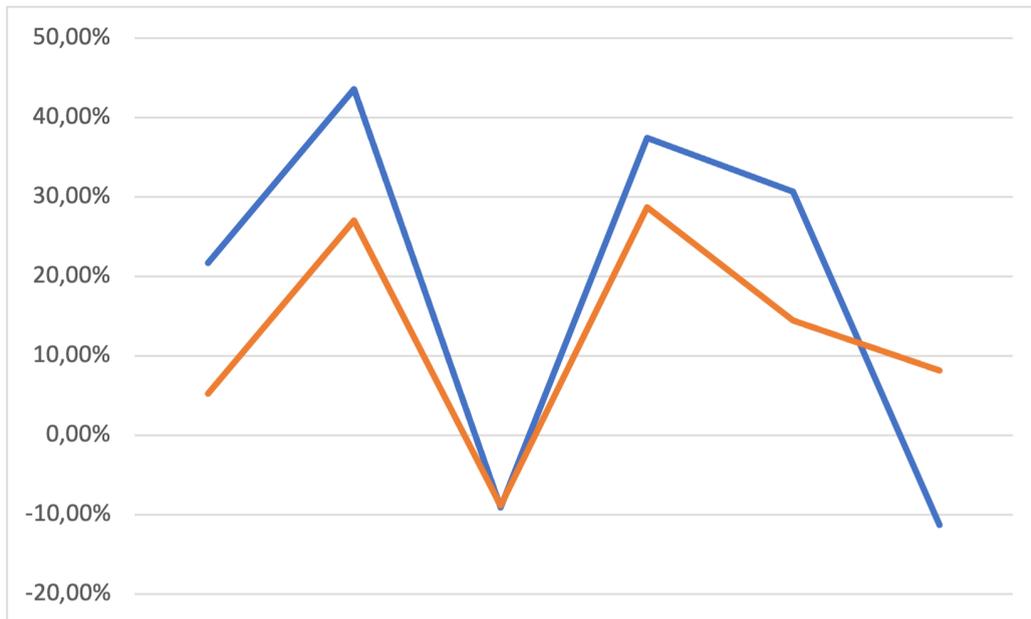


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Come è possibile osservare, è il valore detenuto in società asiatiche che tende a passare maggiormente per i paradisi fiscali a partire dalla fine del 2017. Al 31/12/2021 l'Asia è responsabile per 24 miliardi di dollari di equity passanti per dei tax haven, seguono Nord America con 18 miliardi ed Europa con 12 miliardi. Il resto delle zone sommate non raggiunge neanche un 1 miliardo. In totale, per l'intero fondo, si parla di 56 miliardi di dollari di valore in azioni in società che sfruttano un paradiso fiscale (al 31/12/2021). Come è possibile osservare il valore è aumentato molto rispetto ai primi del 2016 (con un leggero calo nell'ultimo anno), ma è imputabile ai movimenti degli investimenti generali del fondo.

Nel seguente grafico è possibile osservare il confronto tra la variazione percentuale annua degli investimenti complessivi in azioni (in arancione) e la variazione percentuale annua degli investimenti in azioni di società che utilizzano un paradiso fiscale (in blu) dal 01/01/2017 al 01/01/2022.

*Grafico 4.2 Confronto tra la variazione percentuale annua degli investimenti complessivi in azioni (in arancione) e la variazione percentuale annua degli investimenti in azioni di società che sfruttano un paradiso fiscale (in blu) (2016-2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

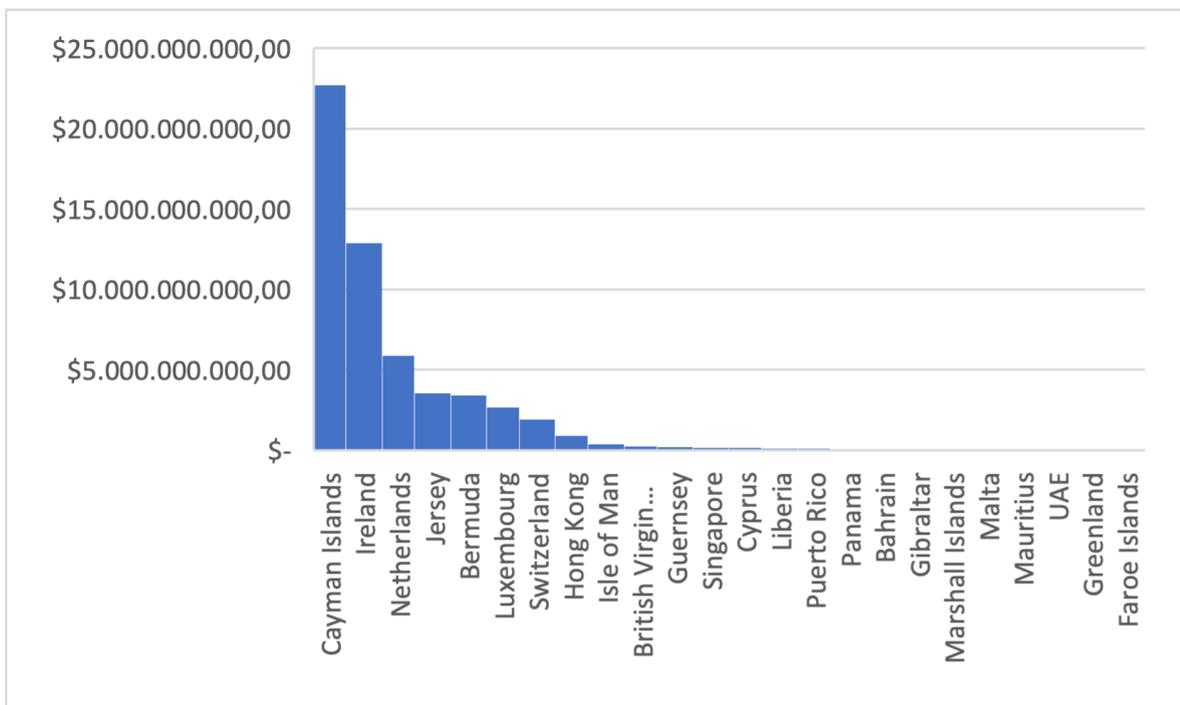
Come è possibile osservare nel 2016, 2017, 2019 e 2020 la variazione degli investimenti verso società che utilizzano paradisi fiscali sono stati in proporzione maggiori rispetto alla variazione degli investimenti generali in azioni. Nel 2018 sono stati inferiori ma simili, mentre nel 2021 la loro variazione è stata negativa (-11,35%), al contrario della variazione degli investimenti totali in equity che è stata positiva (+8,13%). In generale tranne che nell'ultimo anno si sono mossi in modo simile.

Una domanda che ci si può porre è il capire se l'esposizione nei confronti dei paradisi fiscali possa derivare dalla replica parziale del benchmark FTSE Global All Cap. Andando a confrontare gli investimenti del GPFG e le società presenti nell'indice al 31/03/2022 si può notare che, su 701 società che hanno sfruttato un paradiso fiscale in cui il fondo ha investito nel 2021, ben 144 non sono presenti nel FTSE Global All Cap (il 20,54%). Di conseguenza è possibile affermare che circa l'80% dell'esposizione è dato dalla replica parziale del benchmark, mentre il resto è dato dalla selezione individuale di altre società da parte del Government Pension Fund Global. Le 144 società derivano da molteplici Paesi e si insediano a sua volta in molteplici paradisi fiscali, tutto ciò senza far sospettare il fatto che il fondo possa aver avuto un qualche tipo di preferenza nella

scelta di queste imprese. L'unica considerazione può essere fatta sull'investimento del fondo sovrano in società della Russia che utilizzano paradisi fiscali in quanto tutte queste non sono presenti nel FTSE Global All Cap, ma c'è da dire che nell'indice non è presente alcuna società russa e ciò potrebbe esser dato da un'esclusione recente delle sue imprese da parte di FTSE Russell a causa degli scontri in Ucraina.

A questo punto si passerà al valore investito in azioni di società che sfruttano un paradiso fiscale al 31/12/2021.

*Grafico 4.3 Distribuzione del valore dell'equity per paradiso fiscale (31/12/2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Il maggior paradiso fiscale coinvolto al 31/12/2021 sono le isole Cayman con 22728 milioni di dollari statunitensi, seguono l'Irlanda con 12902 milioni di dollari e l'Olanda con 5876 milioni. Al quarto posto generale è presente l'isola di Jersey (3547 milioni), dove sono prevalentemente presenti società del Regno Unito; al quinto posto ci sono le isole Bermuda (3408 milioni); seguono Lussemburgo (2662 milioni), Svizzera (1911 milioni), Hong Kong (933 milioni, che è stato sfruttato solo scelto da sole società asiatiche), l'Isola di Man (391 milioni) e altre meno rilevanti in termini di valore delle azioni.

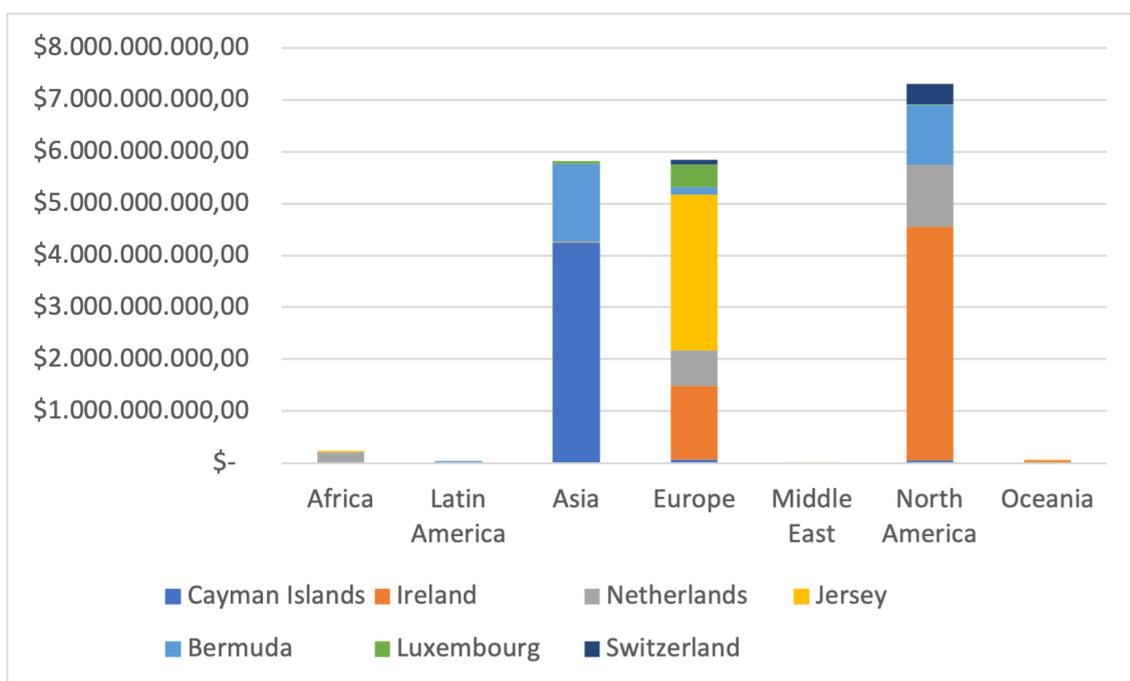
A questo punto per dare un'idea di come si muovono i flussi è utile rappresentare due tabelle (la prima del 31/12/2015 e la seconda del 31/12/2021) che mostrano l'ammontare detenuto dal fondo in azioni di società appartenenti ad una specifica zona geografica che hanno sede in uno dei 7 maggiori paradisi fiscali del *Grafico 4.3*.

*Tabella 4.1 Ammontare detenuto dal fondo in azioni di società di una specifica zona geografica che hanno sede in uno dei 7 maggiori paradisi fiscali (31/12/2015)*

<b>31/12/15</b>	<b>Africa</b>	<b>Latin America</b>	<b>Asia</b>	<b>Europe</b>	<b>Middle East</b>	<b>North America</b>	<b>Oceania</b>
<b>Cayman Islands</b>	\$ -	\$ -	\$ 4255 mln	\$ 65 mln	\$ -	\$ 57 mln	\$ -
<b>Ireland</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1424 mln	\$ -	\$ 4497 mln	\$ 48 mln
<b>Netherlands</b>	\$ 206 mln	\$ -	\$ -	\$ 674 mln	\$ -	\$ 1182 mln	\$ -
<b>Jersey</b>	\$ 26 mln	\$ -	\$ 14 mln	\$ 3002 mln	\$ 2 mln	\$ 1 mln	\$ 2 mln
<b>Bermuda</b>	\$ -	\$ 31 mln	\$ 1491 mln	\$ 154 mln	\$ -	\$ 1162 mln	\$ -
<b>Luxembourg</b>	\$ -	\$ -	\$ 55 mln	\$ 436 mln	\$ -	\$ 6 mln	\$ -
<b>Switzerland</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 84 mln	\$ -	\$ 396 mln	\$ -

*Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management*

Grafico 4.4 Rappresentazione della Tabella 4.1



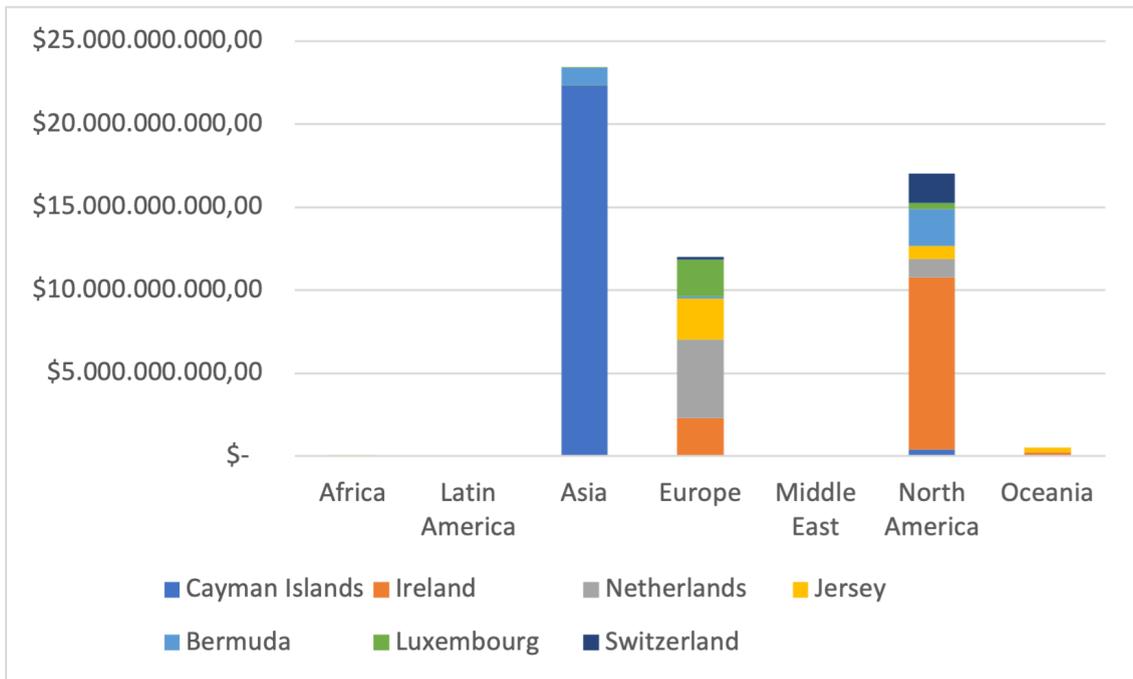
Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Tabella 4.2 Ammontare detenuto dal fondo in azioni di società di una specifica zona geografica che hanno sede in uno dei 7 maggiori paradisi fiscali (31/12/2021)

31/12/21	Africa	Latin America	Asia	Europe	Middle East	North America	Oceania
<b>Cayman Islands</b>	\$ -	\$ 13 mln	\$ 22312 mln	\$ -	\$ 0,8 mln	\$ 401 mln	\$ -
<b>Ireland</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2277 mln	\$ -	\$ 10372 mln	\$ 252 mln
<b>Netherlands</b>	\$ 19 mln	\$ -	\$ -	\$ 4754 mln	\$ 0,03 mln	\$ 1102 mln	\$ -
<b>Jersey</b>	\$ 23 mln	\$ -	\$ 5 mln	\$ 2463 mln	\$ -	\$ 790 mln	\$ 264 mln
<b>Bermuda</b>	\$ -	\$ -	\$ 1057 mln	\$ 132 mln	\$ -	\$ 2218 mln	\$ -
<b>Luxembourg</b>	\$ -	\$ -	\$ 69 mln	\$ 2227 mln	\$ -	\$ 364 mln	\$ -
<b>Switzerland</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 134 mln	\$ -	\$ 1776 mln	\$ -

Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Grafico 4.5 Rappresentazione della Tabella 4.2



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Osservando la Tabella 4.1 e la Tabella 4.2 è chiaro che le tre zone più rilevanti in termini di valore di azioni detenute dal GPFM sono Asia, Europa e Nord America, questo in quanto da sole contengono la maggior parte delle società che sfruttano i maggiori 7 paradisi fiscali del lavoro di tesi.

L'Asia possiede tantissime società con sede nelle isole Cayman e dal 31/12/2015 al 31/12/2021 il valore degli investimenti del fondo nelle azioni di queste società sono aumentati da 4255 milioni di dollari a 22312 milioni di dollari. Anche le Bermuda sono scelte come sede fiscale dalle società del continente asiatico, ma nonostante ciò sono passate da 1491 milioni di dollari nel 2015 a 1057 milioni di dollari a fine 2021.

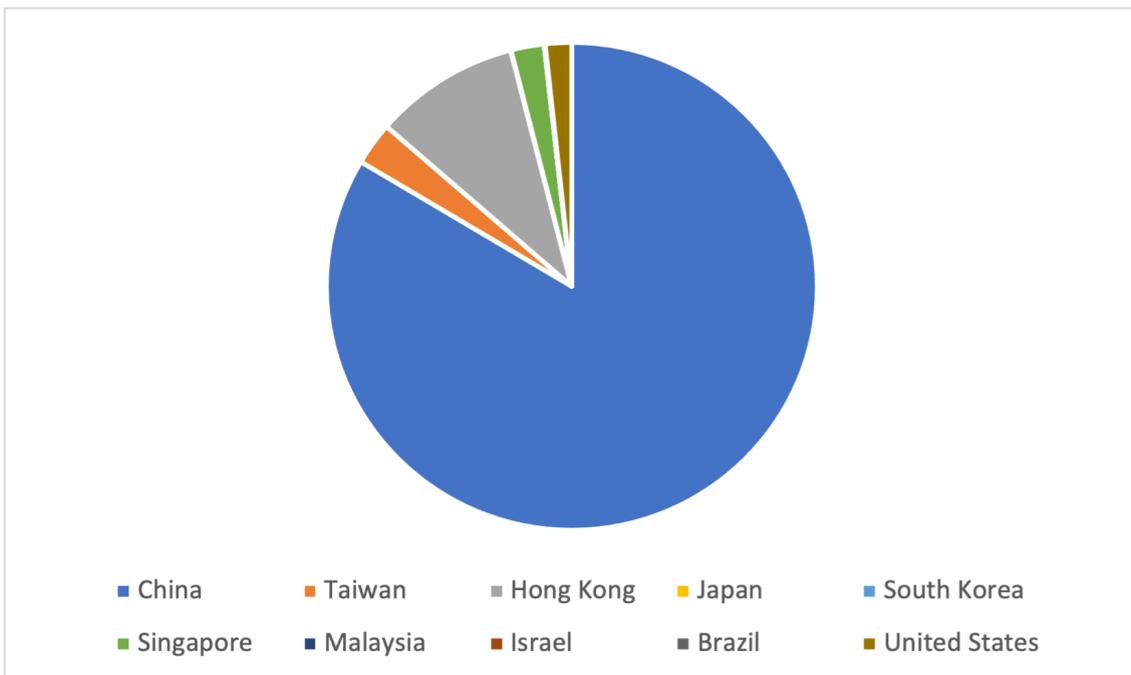
In Europa il discorso è leggermente diverso in quanto le sue società si dimostrano più variegata nella scelta dell'eventuale paradiso fiscale in cui spostare la sede fiscale, eppure è possibile notare un "home bias" nella scelta di tax haven europei come Irlanda, Olanda, Lussemburgo e Jersey. Al 31/12/2015 sono più rilevanti gli investimenti in azioni di società con sede nell'isola di Jersey per un valore di 3002 milioni di dollari, seguono le società con sede in Irlanda per 1424 milioni e quelle con sede in Olanda per 674 milioni. Nel 2021 il valore detenuto in queste società è aumentato, ma hanno

assunto sempre più importanza quelle con sede in Olanda per 4754 milioni di dollari, nell'isola di Jersey per 2463 milioni (un calo rispetto agli anni precedenti), in Irlanda per 2277 milioni e in Lussemburgo per 2227 milioni.

Il Nord America è l'unica zona che è stata sempre presente con investimenti da parte del fondo sovrano norvegese in azioni di società con sede nei 7 maggiori paradisi fiscali dal 2015 al 2021. Nel 2015 il paradiso fiscale più sfruttato delle società statunitensi in cui il GPFG ha investito è stato l'Irlanda con un valore di 4497 milioni di dollari, che nel 2021 è passato a 10372 milioni di dollari. Gli altri tax haven rilevanti per il Nord America sono l'Olanda, le Bermuda e la Svizzera, mostrando quindi una preferenza nei confronti del continente europeo.

Andando nel particolare, per quanto riguarda le Isole Cayman la quasi totalità dei 22728 milioni di dollari del 31/12/2021 deriva dalle società asiatiche, pari a 22312 milioni (il 98,17%). Infatti per l'intero intervallo dell'analisi su 480 società con sede nelle Cayman ben 443 sono asiatiche (soprattutto dalla Cina e Hong Kong) e solo 27 sono statunitensi.

*Grafico 4.6 Valore delle azioni di società aventi sede nelle isole Cayman raggruppate per i propri Stati di origine (31/12/2021)*

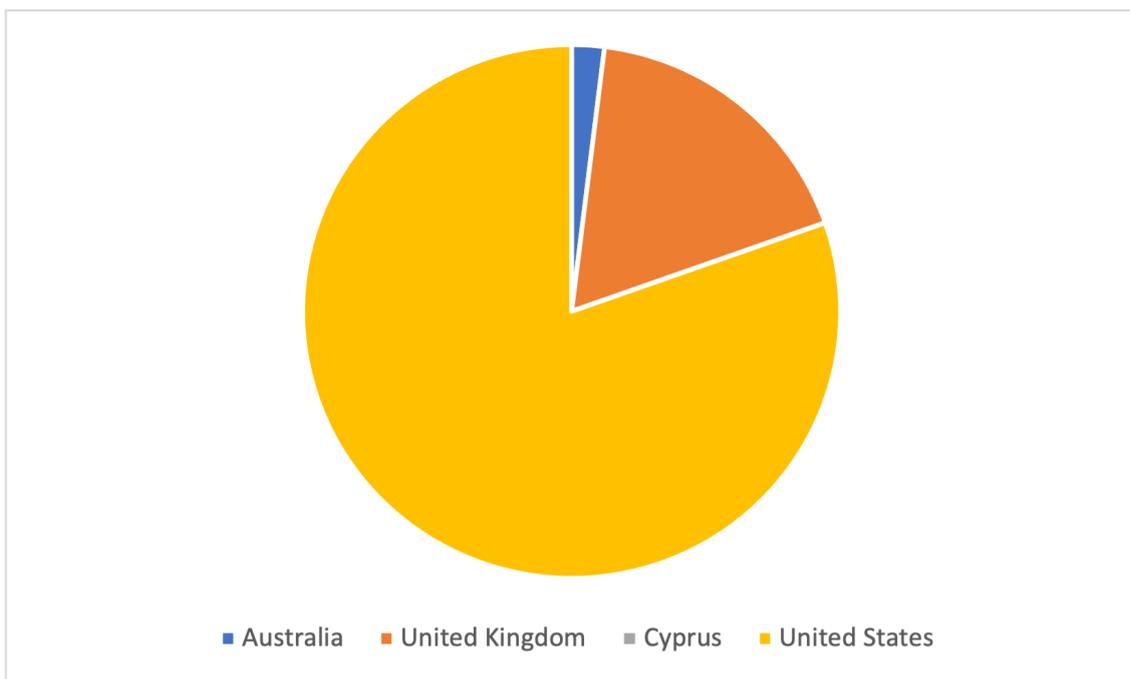


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

L'Irlanda al 31/12/2021 vede coinvolte per la maggior parte società statunitensi per 10372 milioni, segue il Regno Unito con 2276 milioni, l'Australia con 252 milioni e il Cipro con 1 milione. In totale le società con sede in Irlanda nell'orizzonte temporale studiato sono solo 43, di cui 31 statunitensi.

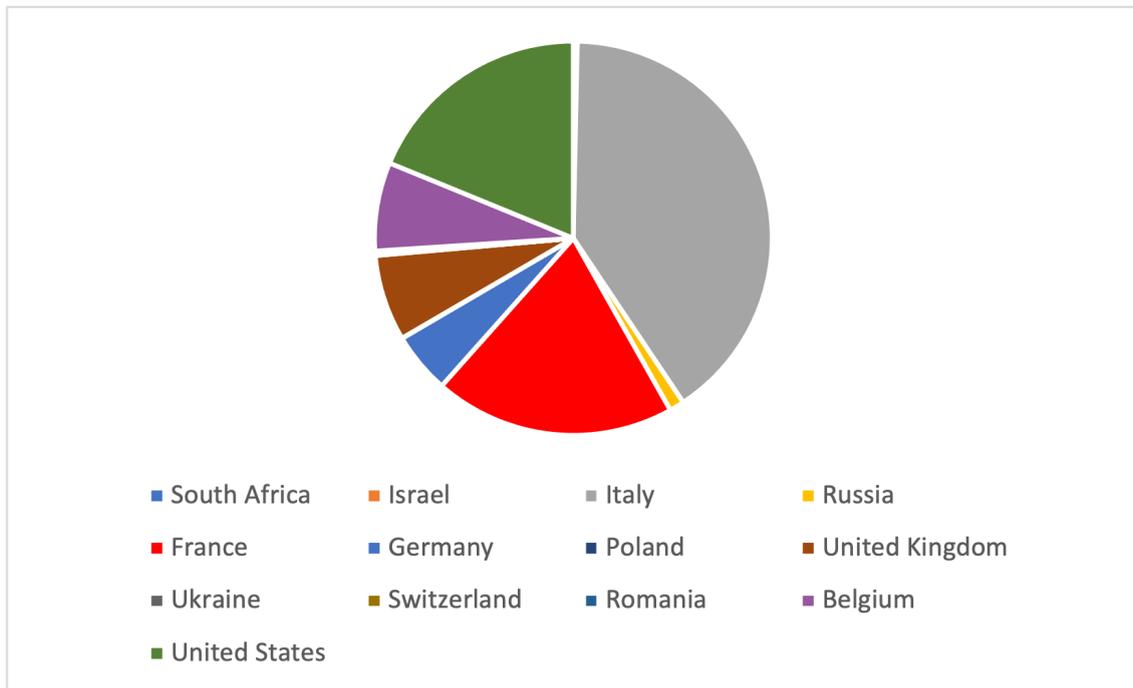
L'Olanda invece è lo Stato nell'analisi che attrae società da più Paesi diversi, in particolare dall'Europa. Parlando di Stati d'origine, il valore in azioni più elevato detenuto dal GPFM in società che sfruttano i Paesi Bassi al 31/12/2021 è quello dell'Italia con 2371 milioni, a seguire la Francia con 1153 milioni e gli Stati Uniti con 1102 milioni. Le società che hanno sfruttato l'Olanda come paradiso fiscale dal 2015 al 2021 sono in totale 53, 29 di queste sono europee, di cui 9 italiane (solo gli Stati Uniti d'America superano l'Italia con 20 società).

*Grafico 4.7 Valore delle azioni di società aventi sede in Irlanda raggruppate per i propri Stati di origine (31/12/2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Grafico 4.8 Valore delle azioni di società aventi sede in Olanda raggruppate per i propri Stati di origine (31/12/2021)

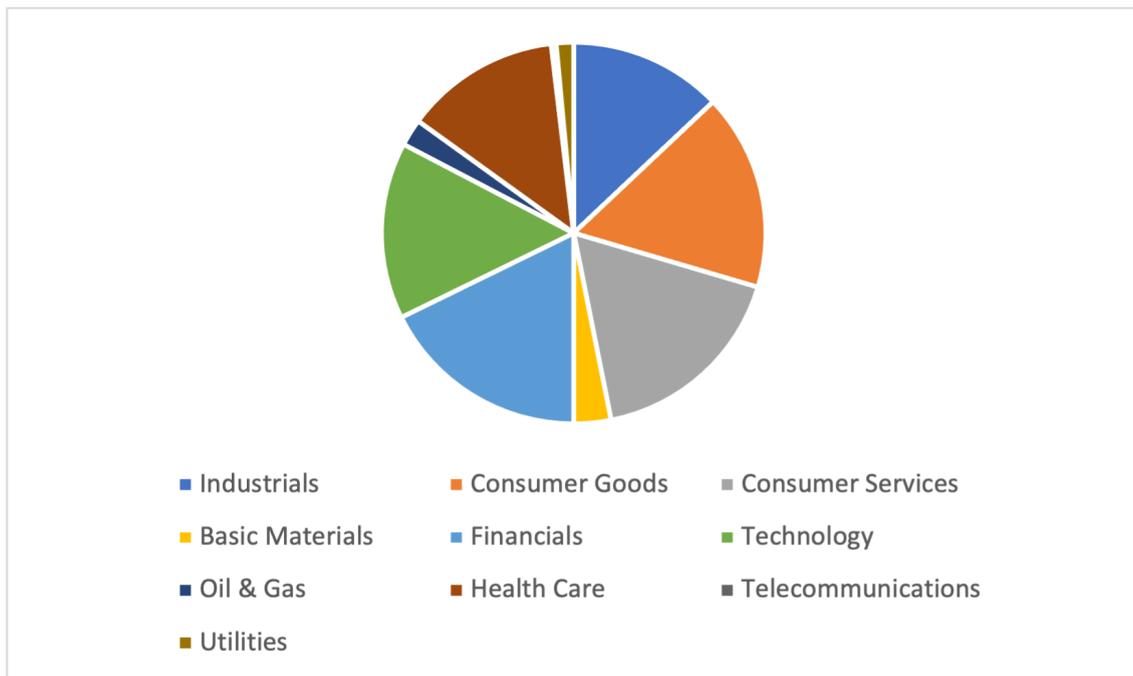


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Infine si è cercato di individuare dei pattern a livello settoriale tra i tre maggiori paradisi fiscali coinvolti, per vedere se ci fossero delle categorie che preferissero un tax haven piuttosto che un altro.

Il primo paradiso fiscale analizzato per settori sono le Isole Cayman.

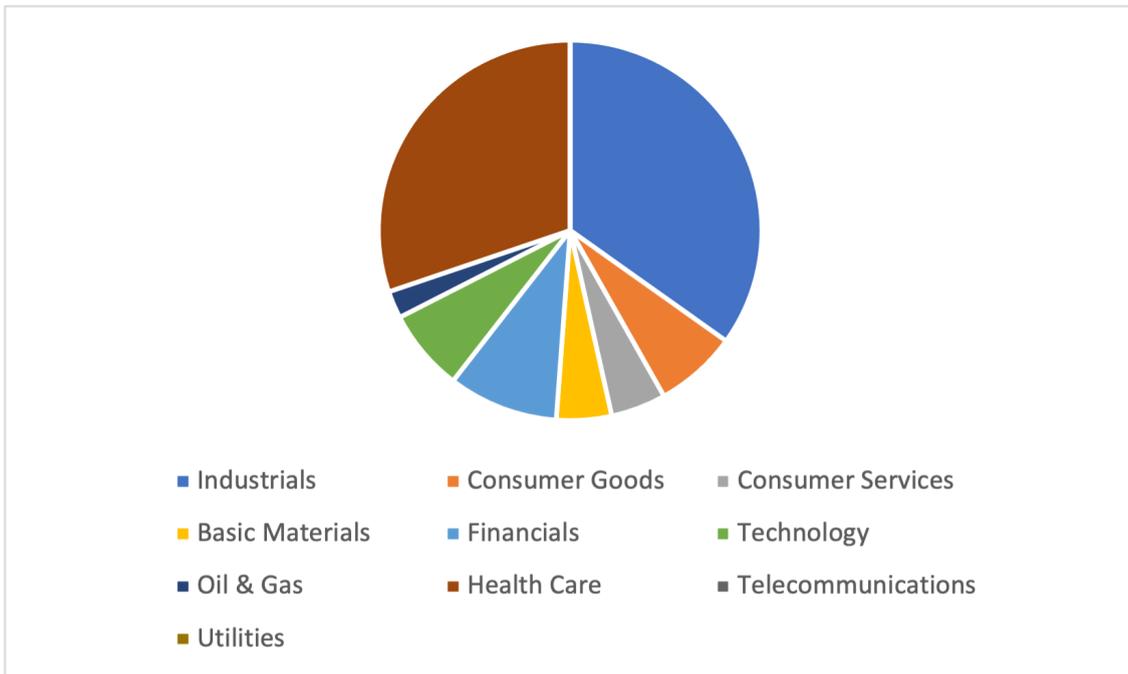
Grafico 4.9 Distribuzione settoriale società con sede nelle isole Cayman (2015-2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Sappiamo già che le Isole Cayman sono la meta preferita dalle imprese asiatiche con 443 società presenti nel campione dal 2015 al 2021. Su 480 imprese totali, la maggior parte si divide quasi equamente tra il settore finanziario (85), servizi di consumo (83), beni di consumo (80), tecnologico (72), sanitario (63) e industriale (62). Quindi sembrerebbe primeggiare in generale il settore dei beni e servizi di consumo. Infine sono poco presenti i settori dei materiali di base, quello energetico, quello delle utilità e quello delle telecomunicazioni.

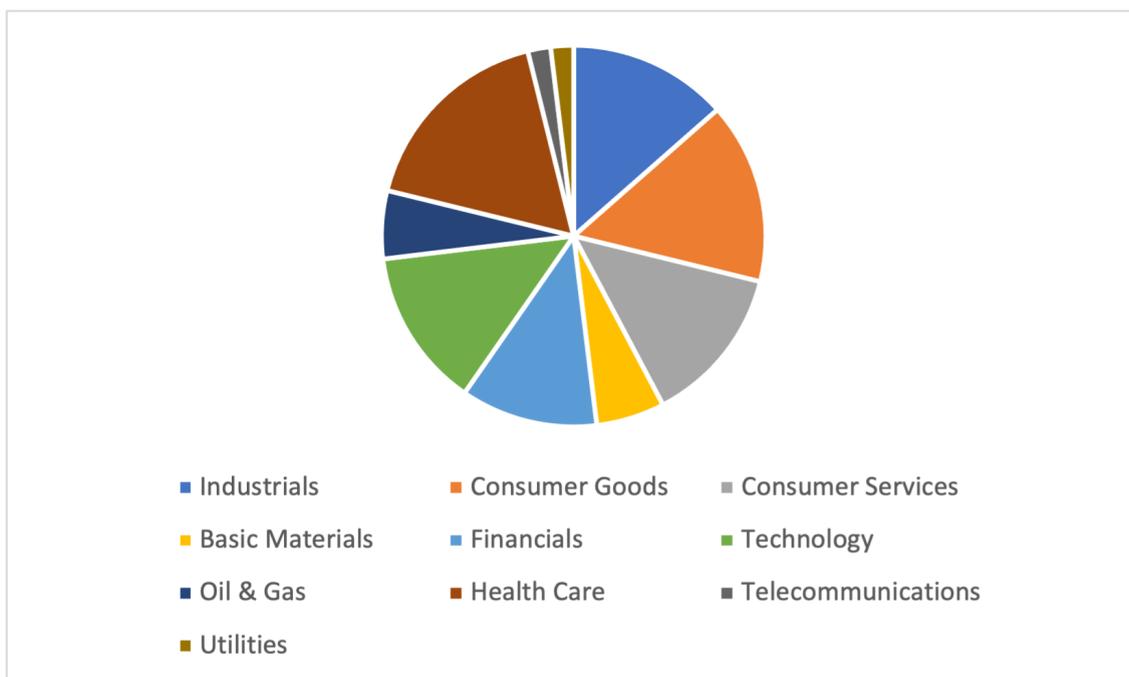
Grafico 4.10 Distribuzione settoriale società con sede in Irlanda (2015-2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Parlando dell'Irlanda invece si può notare la predominanza di due settori, quello industriale con 15 società e quello sanitario con 13 società. Successivamente c'è il settore finanziario (4), beni di consumo (3), servizi di consumo (3), tecnologico (3), materiali di base (2) ed energetico (1).

Grafico 4.11 Distribuzione settoriale società con sede in Olanda (2015-2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

In Olanda invece i settori predominanti sono diversi tra cui quello sanitario (9), beni di consumo (8), servizi di consumo (7), industriale (7) e tecnologico (7). A seguire quello finanziario (6), energetico (3), dei materiali di base (3), delle utilità (1) e delle telecomunicazioni (1).

### 4.3 La suddivisione per zone geografiche

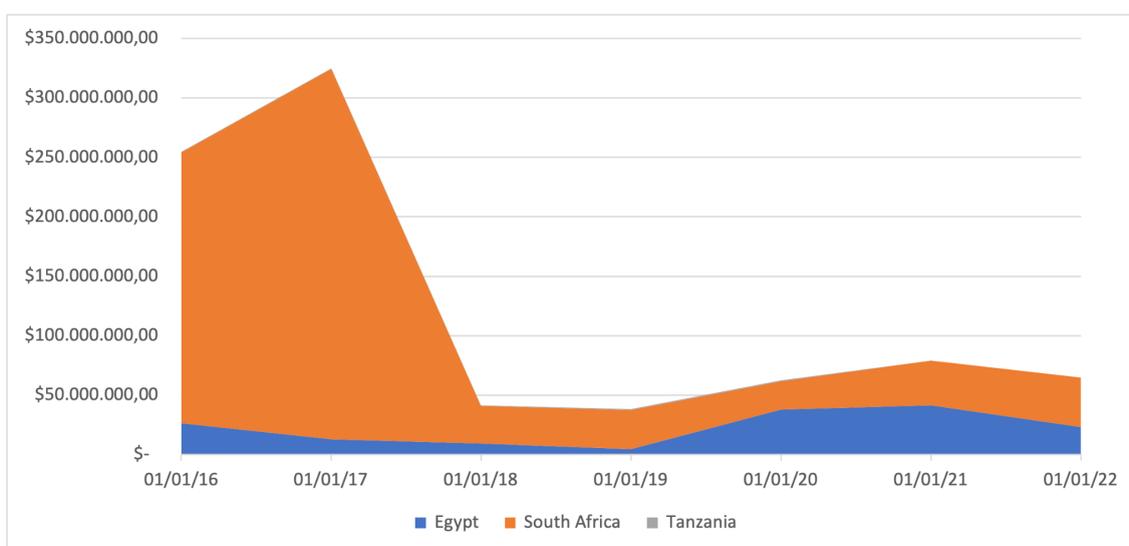
Il seguente paragrafo sarà suddiviso in vari sottoparagrafi che vanno ad analizzare i rispettivi risultati del lavoro di tesi per zone geografiche individuate dal Government Pension Fund Global.

#### 4.3.1 Africa

La prima zona geografica che si andrà ad analizzare è l'intero continente africano. Il valore degli investimenti in equity del GPFG in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 4523 milioni di dollari (rappresentando lo 0,3% del valore totale del portafoglio)

distribuiti in 144 società e 6 Stati. Al momento solo 5 imprese sfruttano un paradiso fiscale, di conseguenza non si hanno molti dati da analizzare (lo stesso sarà valido anche per il Medio Oriente e l'Oceania). Nel seguente grafico è possibile osservare l'evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine delle società africane con sede in un tax haven dal 31/12/2015 al 31/12/2021. In totale in questo intervallo temporale sono state coinvolte solo 11 imprese.

*Grafico 4.12 Evoluzione del valore dell'equity verso Stati di origine (2015-2021)*

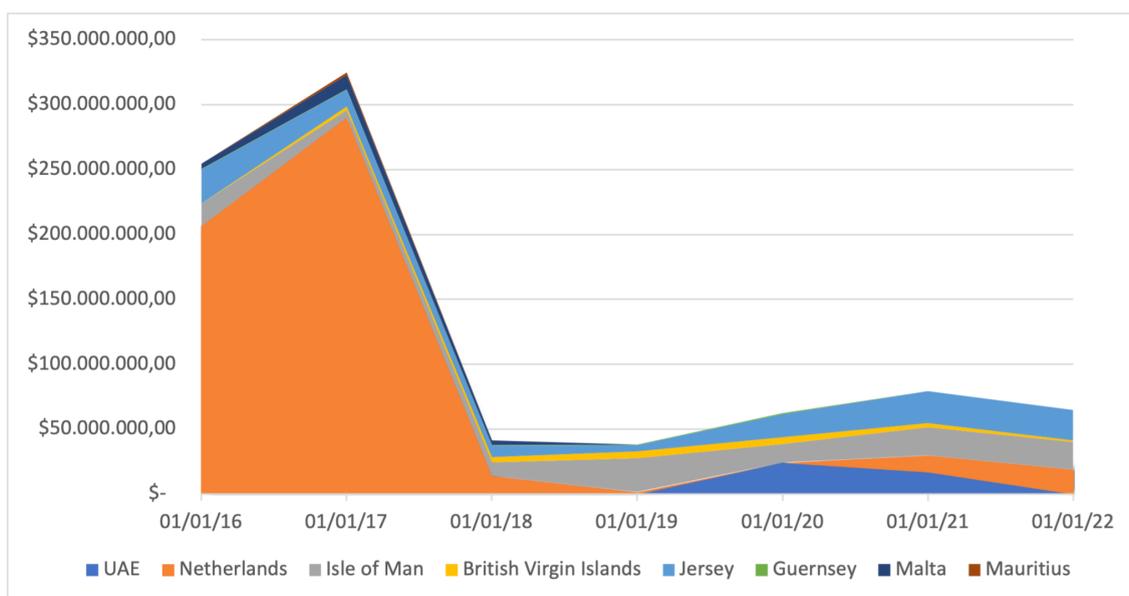


*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Per quanto riguarda lo Stato d'origine delle società con sede nei tax haven, il maggior numero di queste (8), coinvolte dal 2015 al 2021, sono sudafricane. Alla fine del 2021 il valore dell'equity in società africane con sede in un paradiso fiscale è molto simile tra Sud Africa ed Egitto, con una leggera predominanza della prima.

In generale il progetto Missing Profit (2021), che parte dal paper “The Missing Profit of Nations” a cura di Thomas Torslov, Ludvig Wier e Gabriel Zucman, stima che il governo sud africano abbia perso nel 2018 circa 1893 milioni di dollari in tasse societarie (il 10% di corporate tax) a causa del cambio di sede delle sue società in paradisi fiscali, soprattutto in Olanda (parzialmente riscontrabile anche dai dati del grafico successivo) e in tax haven al di fuori dell'Unione Europea. La corporate tax sudafricana è pari al 28% (secondo le stime di KPMG), maggiore rispetto a quella dei paradisi fiscali nelle quali le società del campione hanno sede.

Grafico 4.13 Evoluzione del valore dell'equity passante per paradisi fiscali (2015-2021)



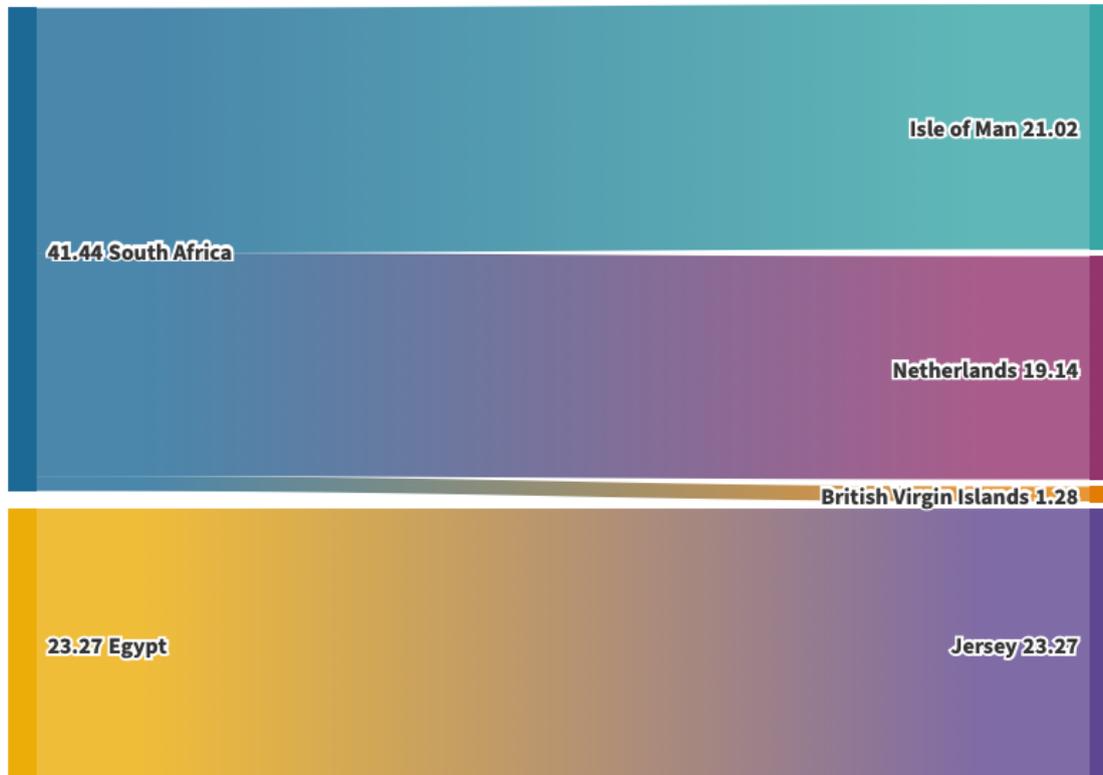
Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Dal Grafico 4.13 si può notare una netta prevalenza del valore dell'equity che passa attraverso l'Olanda a partire dagli inizi del 2016 fino agli inizi del 2018 dato dagli investimenti in Sud Africa, in particolare a causa della grossa partecipazione nella "Steinhoff International Holdings NV". Al 01/01/2022 la partecipazione più importante è quella verso Jersey (23 milioni di dollari verso la società egiziana Integrated Diagnostics Holdings PLC), ma il valore delle azioni rimane comunque simile a quello dell'Olanda e dell'Isola di Man.

La percentuale di investimenti del fondo nel continente africano al 31/12/2021 che passa nei tax haven è dell'1,43%, pari a 64 milioni su 4523 milioni di dollari statunitensi. I 64 milioni rappresentano un calo rispetto ai 79 milioni dell'anno precedente, ma in generale si è registrato un calo maggiore per quanto riguarda il totale degli investimenti in azioni africane che alla fine del 2020 ammontavano a ben a 5840 milioni.

Nel seguente grafico è possibile capire come e quanti sono i milioni investiti in azioni di società africane che passano attraverso dei paradisi fiscali al 31/12/2021.

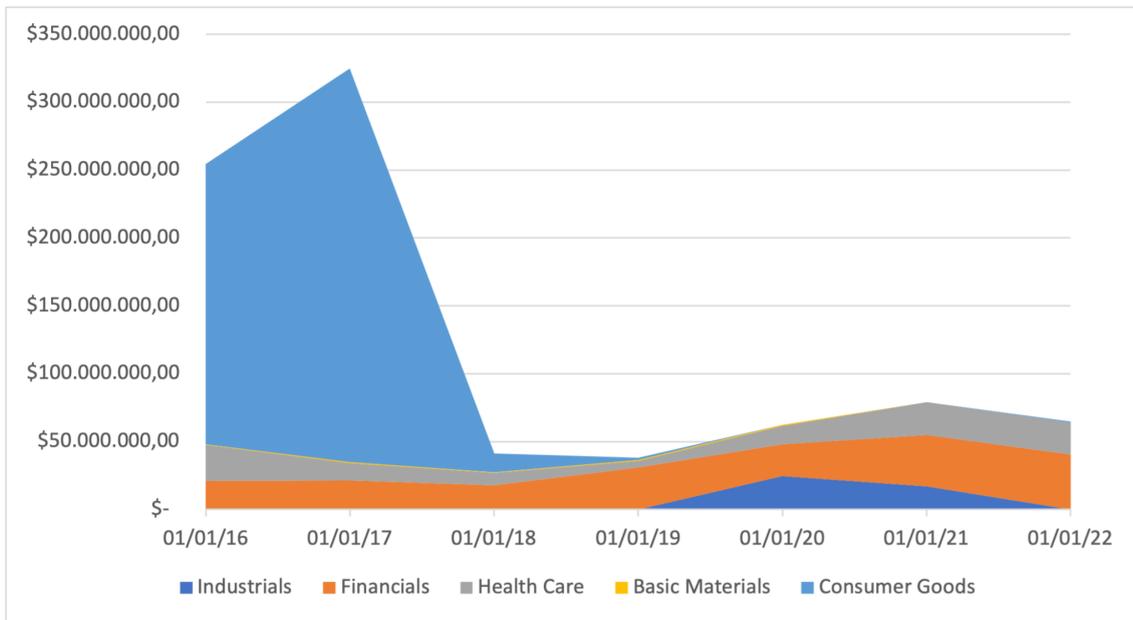
Grafico 4.14 Milioni investiti in azioni di società africane che passano attraverso dei paradisi fiscali (31/12/2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Parlando dei settori più coinvolti dal 2016 ai primi del 2018 spicca il Consumer Goods, che finisce per sparire nei primi del 2019 a causa del disinvestimento nella società Steinhoff International Holdings NV. A fine 2021 il maggiore risulta il settore finanziario, che è rimasto pressappoco costante dal 2016.

*Grafico 4.15 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)*

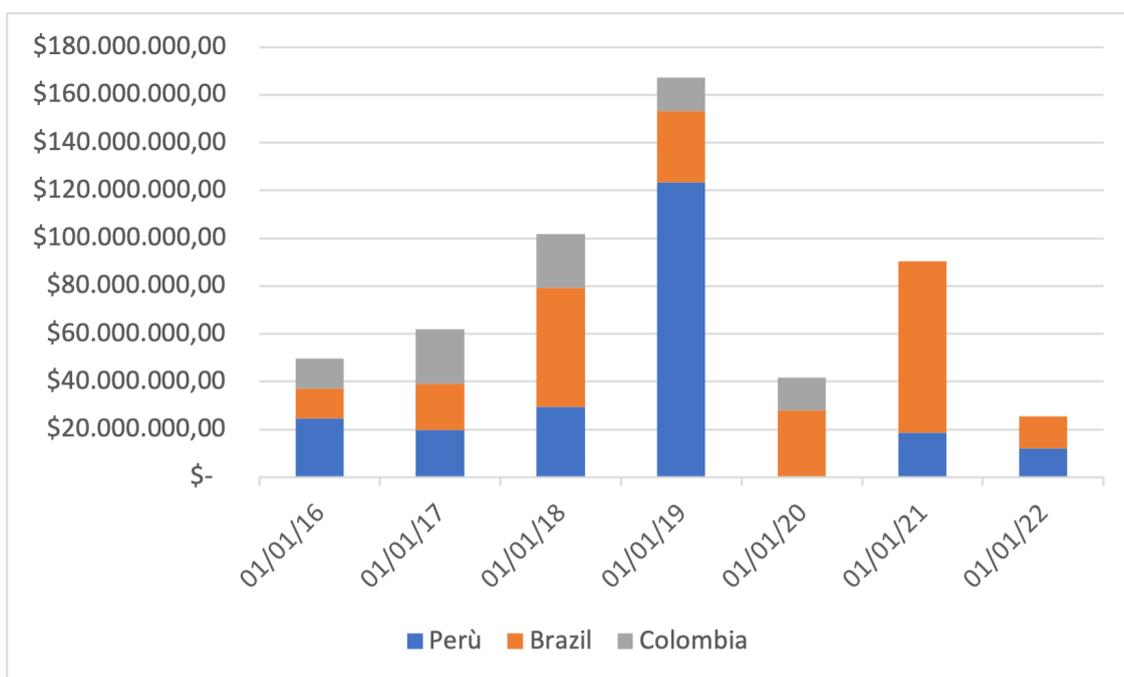


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

#### 4.3.2 America Latina

La seconda zona geografica che si andrà ad analizzare è l'America Latina. Il valore degli investimenti in equity del GPFG in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 8076 milioni di dollari (rappresentando lo 0,6% del valore totale del portafoglio) distribuiti in 281 società e 5 Stati. Al momento solo 4 imprese sfruttano un paradiso fiscale e nell'orizzonte temporale osservato sono state in totale 14. Nel seguente grafico è possibile osservare l'evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine delle società dell'America Latina con sede in un tax haven dal 31/12/2015 al 31/12/2021.

Grafico 4.16 Evoluzione del valore dell'equity verso Stati di origine (2015-2021)

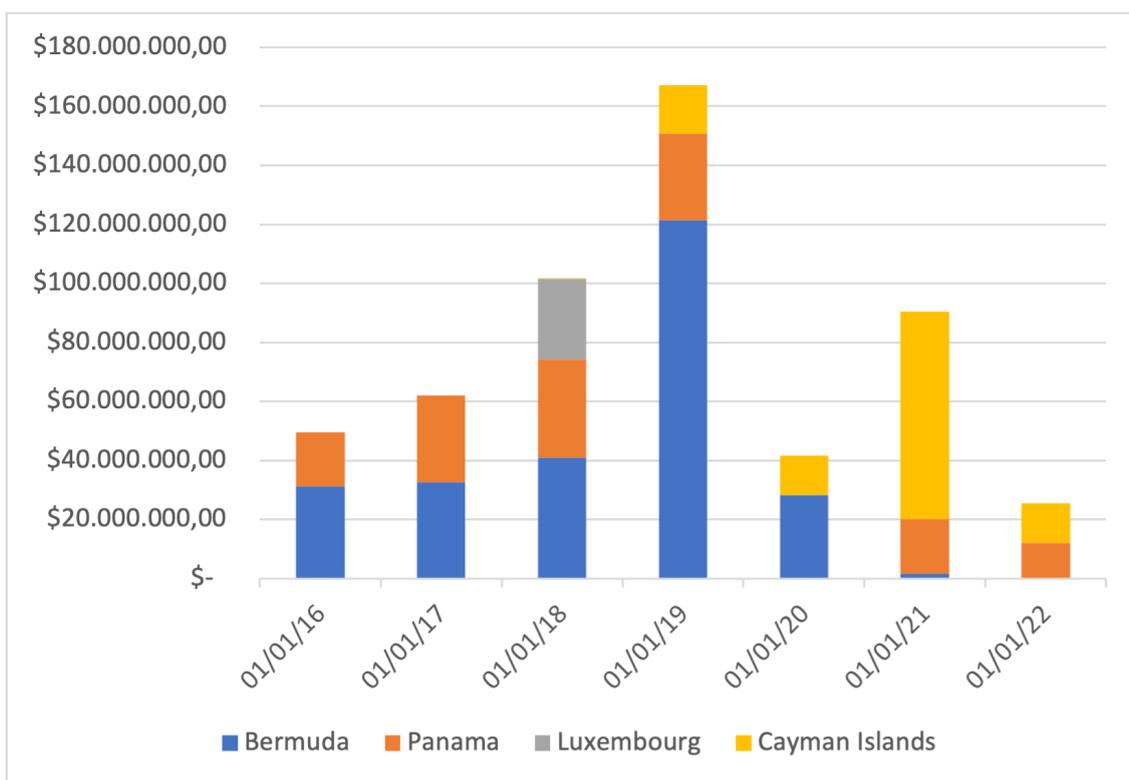


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Per quanto riguarda lo Stato d'origine delle società con sede nei tax haven, la maggior parte di esse (9), coinvolte dal 2015 al 2021, sono brasiliane. Durante questo intervallo temporale la distribuzione del valore dell'equity non permette di identificare un chiaro pattern. Infatti dopo il picco presente nei primi del 2019, gli investimenti in queste imprese calano bruscamente arrivando a soli 25 milioni alla fine del 2021, divisi quasi equamente tra Perù e Brasile.

In generale si stima (sempre secondo il progetto Missing Profits) che il governo brasiliano nel 2018 abbia perso circa 7496 milioni di dollari in tasse societarie (circa il 14% della corporate tax incassata quell'anno) a causa del cambio di sede delle sue società in paradisi fiscali, di cui 4738 milioni (il 9%) nei Paesi caraibici, Hong Kong e Singapore (nel campione dell'analisi 7 società brasiliane su 9 hanno sede nelle Isole Cayman). Questi valori sono abbastanza alti e potrebbero essere giustificati da una corporate tax brasiliana pari al 34% secondo KPMG.

Grafico 4.17 Evoluzione del valore dell'equity passante per paradisi fiscali (2015-2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Anche in questo caso non è possibile individuare un pattern per quanto riguarda i paradisi fiscali, tra i quali sono presenti le Bermuda, le Isole Cayman, Panama e il Lussemburgo.

La percentuale di investimenti del fondo in America Latina al 31/12/2021 che passa nei tax haven è dello 0,31%, pari a 25 milioni su 8076 milioni di dollari statunitensi. Negli ultimi anni questa percentuale non è mai stata particolarmente rilevante, tranne nel picco del 31/12/2018 dove ha raggiunto l'1,71% a causa della partecipazione di 101 milioni di dollari nella società peruviana Credicorp Ltd con sede nelle Bermuda.

Nel seguente grafico è possibile capire come e quanti sono i milioni investiti in azioni di società dell'America Latina che passano attraverso dei paradisi fiscali al 31/12/2021.

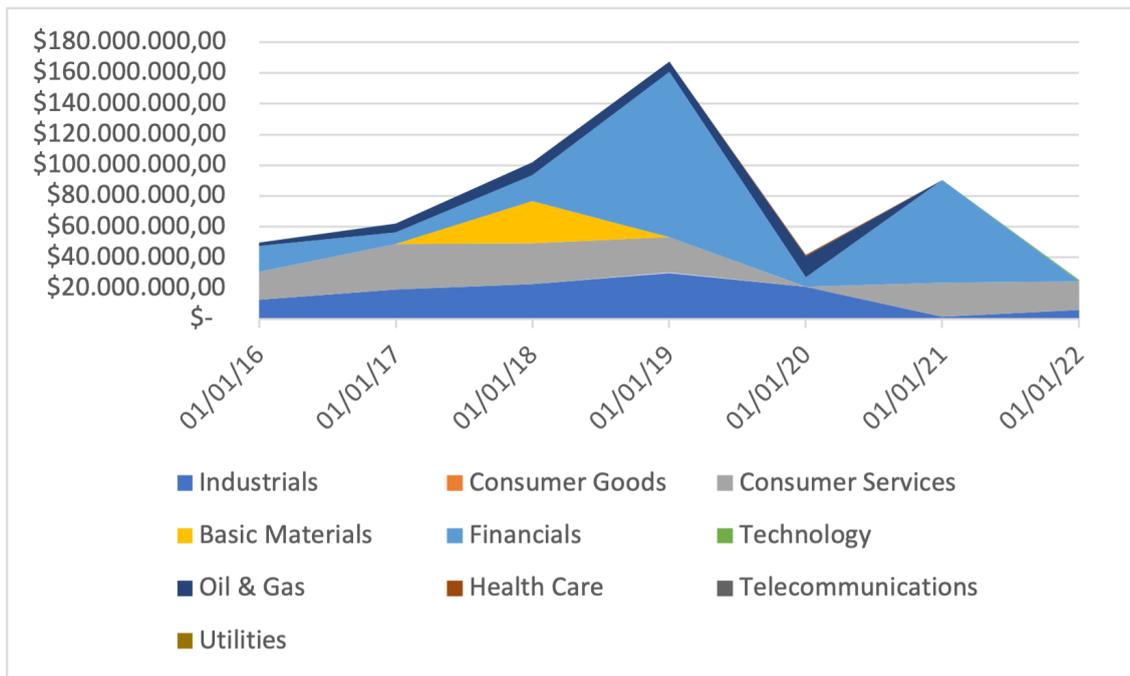
*Grafico 4.18 Milioni investiti in azioni di società dell'America Latina  
che passano attraverso dei paradisi fiscali (31/12/2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Per quanto riguarda i settori quello più coinvolto è il finanziario, guidato dal 01/01/2016 al 01/01/2020 dal valore delle azioni della Credicorp Ltd, successivamente vendute. A fine 2021 il maggiore risulta il settore dei servizi di consumo con 18 milioni di dollari, con le partecipazioni nella peruviana InRetail Perù Corp e nella brasiliana Vitru Ltd.

Grafico 4.19 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)

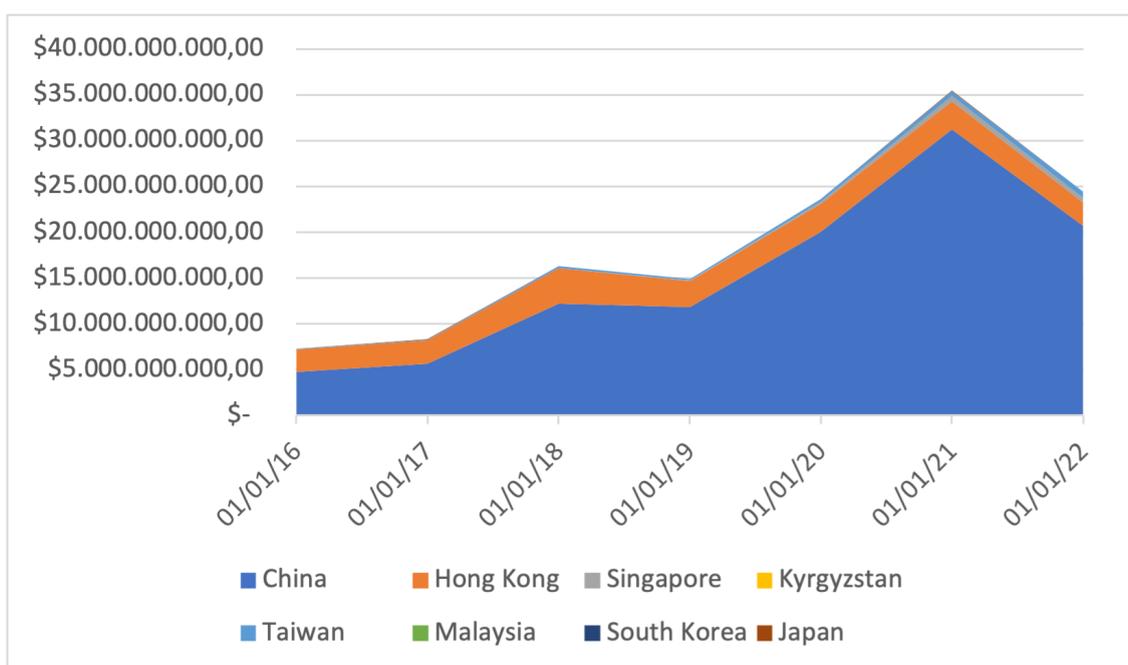


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

### 4.3.3 Asia

Adesso si passerà ad uno dei continenti più interessanti del lavoro di tesi, probabilmente il più singolare di tutti, l'Asia. Il valore degli investimenti in equity del GPFG in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 187 miliardi di dollari (rappresentando il 13,1% del valore totale del portafoglio) distribuiti in 4295 società e 15 Stati. Al momento ben 453 imprese sfruttano un paradiso fiscale, pari al 10,54% delle società totali asiatiche del campione. Nel seguente grafico è possibile osservare l'evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine delle società asiatiche con sede in un tax haven dal 31/12/2015 al 31/12/2021. In totale in questo intervallo temporale sono state coinvolte 595 imprese.

Grafico 4.20 Evoluzione del valore dell'equity verso Stati di origine (2015-2021)

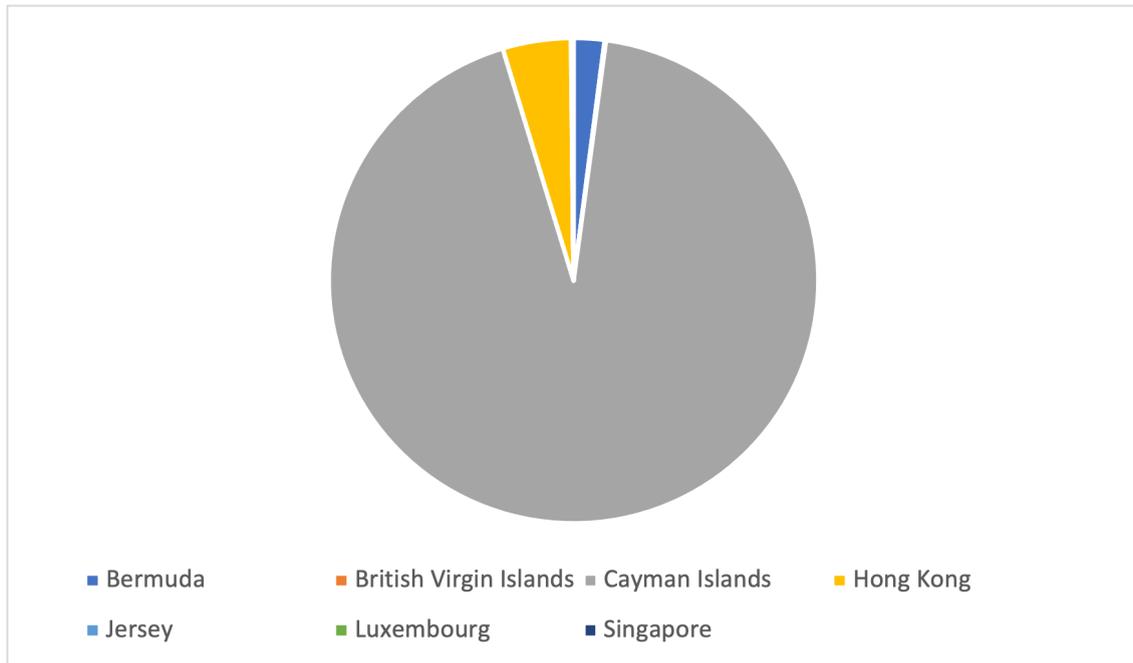


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Come è possibile osservare la quasi totalità degli investimenti del fondo verso società asiatiche che passa attraverso i paradisi fiscali rientra presso la Cina, seguita da Hong Kong (considerato come tax haven e regione amministrativa speciale della Cina) e Taiwan (riconosciuta da solo 14 Stati al mondo, il resto la considera parte della Cina), che insieme sovrastano nel grafico le società del Singapore (la maggior parte di queste ha sede fiscale nel proprio Stato, probabilmente perché esso stesso è un paradiso fiscale e come sottolineato all'inizio del capitolo non si sono considerati questi flussi in quanto non è possibile risalire ad un vero e proprio sfruttamento del tax haven e poiché non c'è un reindirizzamento da paradiso fiscale a Stato di origine), Kyrgyzstan, Malaysia, Corea del Sud e Giappone (quest'ultimo è molto presente negli investimenti totali del fondo in Asia, con ben 1515 società alla fine del 2021 di cui solo 1, la Honma Golf Ltd, utilizza le isole Cayman come sede fiscale).

Concentrandosi sulla Cina, su 676 società cinesi in cui il GPFG detiene azioni al 31/12/2021, 326 hanno la sede fiscale in un tax haven, costituendo il 48,22% e rappresentando il maggior Stato dell'intero campione che fa uso dei paradisi fiscali (per un valore dell'equity di 20 miliardi di dollari su 37 miliardi complessivi investiti in società cinesi).

*Grafico 4.21 Distribuzione del valore dell'equity di società cinesi per paradiso fiscale (31/12/2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

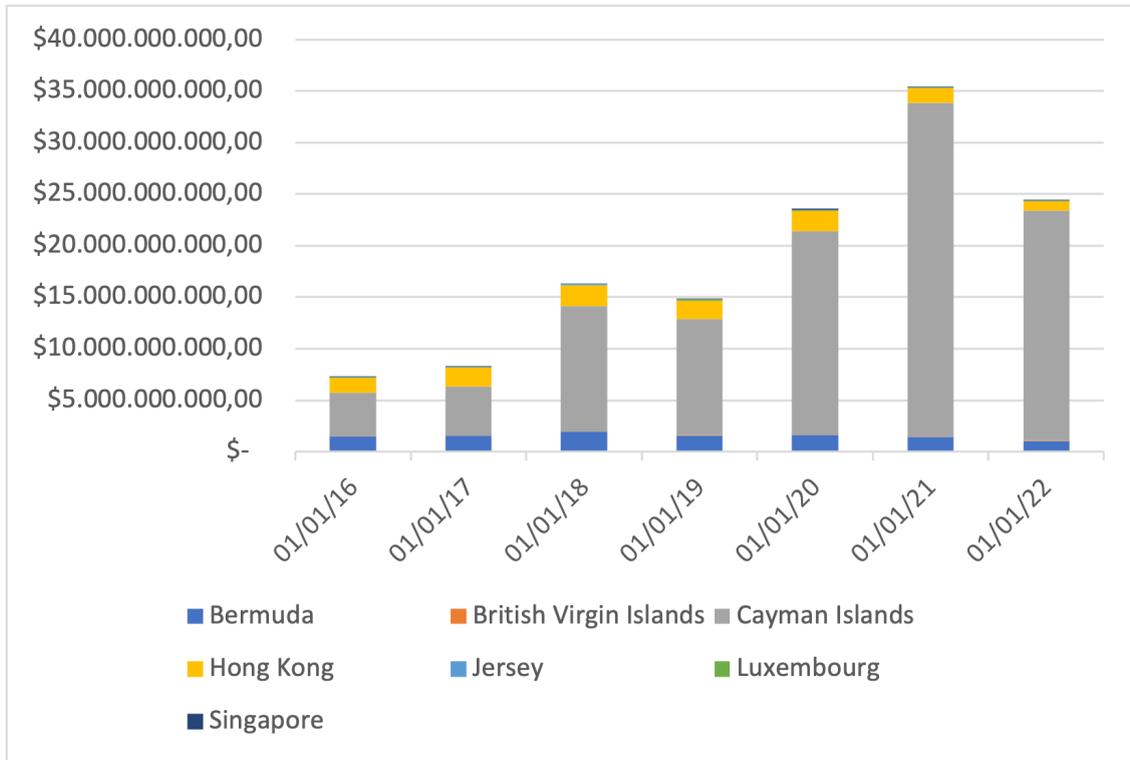
La metà preferita dalle società cinesi sono le Isole Cayman, dove passano 19 dei 20 miliardi di dollari investiti in società cinesi con una sede fiscale in tax haven.

Per Hong Kong a fine 2021 il 70,51% delle società del campione ha sede in un altro paradiso fiscale, anche in questo caso la maggior parte preferisce le isole Cayman (piuttosto che rimanere in Hong Kong).

Tornando alla questione cinese, in realtà si possono individuare vari motivi che spingono le società ad istituire una sussidiaria con sede fiscale nei Paesi caraibici o in Hong Kong. Innanzitutto in questo modo è più semplice essere quotate negli Stati Uniti o nello stesso Hong Kong perché questi tax haven hanno una corporate governance con una reputazione migliore della Cina, permettendo alle imprese di attirare più capitali esteri anche tramite società sussidiarie. In Cina inoltre non hanno la stessa possibilità di esercitare a pieno i propri diritti di proprietà e la severità del governo cinese rappresenta un ostacolo. Infine incidono i vari vantaggi citati nei precedenti capitoli riguardo al risparmio in tasse societarie, permettendogli poi di reinvestire il denaro di nuovo in Cina. Il progetto Missing Profit stima che il governo cinese abbia perso nel 2018 il 3% in tasse societarie a causa dello spostamento delle sedi fiscali delle proprie

società nei tax haven, in particolare questa percentuale viene tutta imputata verso i Paesi Caraibici e Hong Kong, andando a confermare il pattern di distribuzione trovato in questa analisi riguardante gli investimenti del fondo sovrano norvegese.

*Grafico 4.22 Evoluzione del valore dell'equity verso paradisi fiscali (2015-2021)*



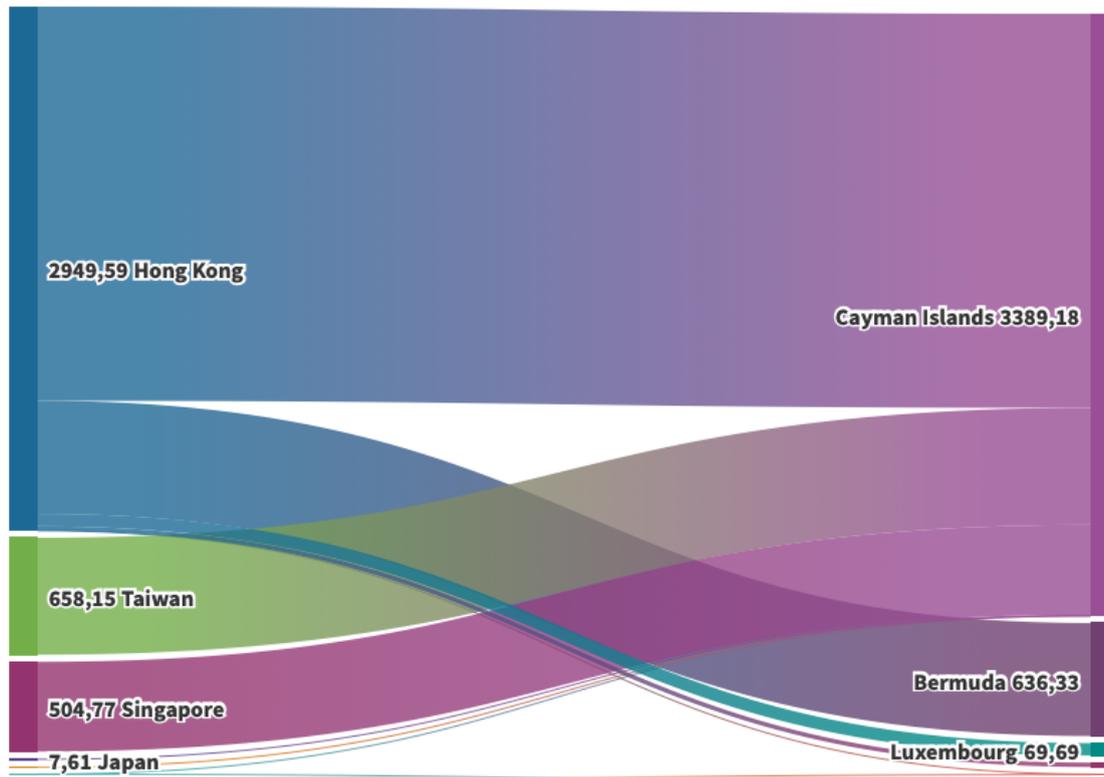
*Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management*

Dal grafico precedente si può notare che il valore dell'equity dal 31/12/2015 fino al 31/12/2021 è aumentato sensibilmente verso le Isole Cayman con un picco il 01/01/2021 (dato dalle maggiori partecipazioni nella Tencent Holdings Ltd per 5 miliardi di dollari e nella Alibaba Group Holding Ltd per 6 miliardi di dollari, quest'ultima calata a 3 miliardi di dollari nell'ultimo anno), mentre nelle Bermuda e in Hong Kong è stato pressappoco costante.

La percentuale di investimenti del fondo nel continente asiatico al 31/12/2021 che passa nei tax haven è del 13,05%, pari a 24 miliardi su 187 miliardi di dollari statunitensi totali verso l'Asia. Anche in questo caso i 24 miliardi rappresentano un calo rispetto ai 35 miliardi dell'anno precedente, infatti al 31/12/2020 la percentuale totale di investimenti in società asiatiche con sede nei paradisi fiscali era del 17,86%.

Nel seguente grafico è possibile capire come e quanti sono i milioni investiti in azioni di società asiatiche (escluse quelle cinesi) che passano attraverso dei paradisi fiscali al 31/12/2021.

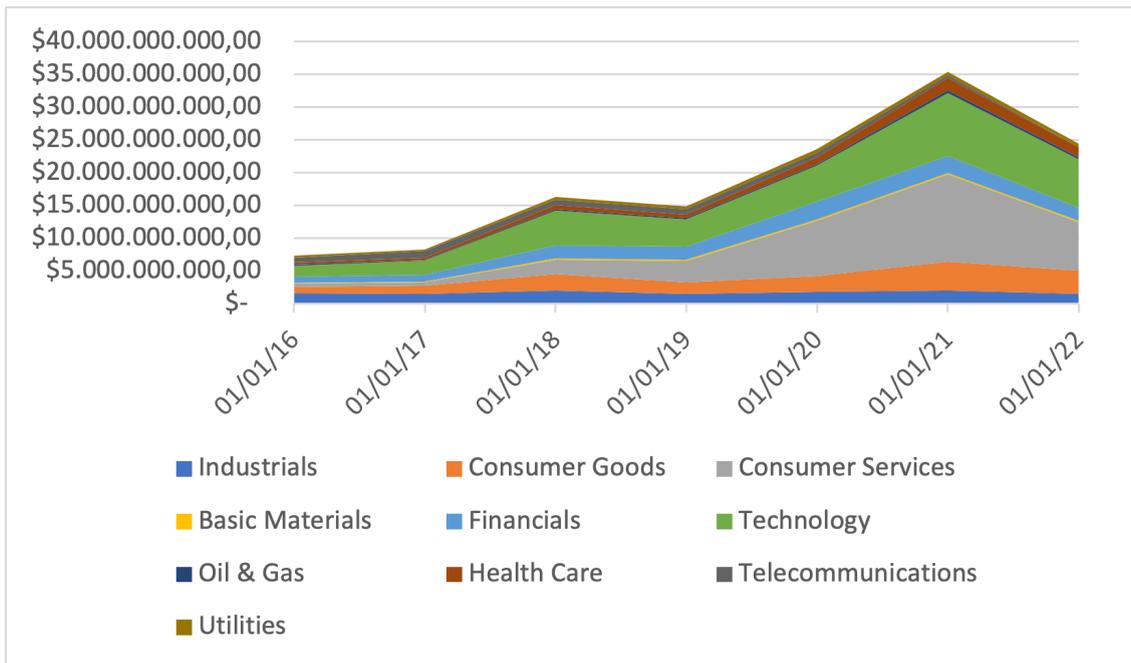
*Grafico 4.23 Milioni investiti in azioni di società dell'Asia (esclusa la Cina) che passano attraverso dei paradisi fiscali (31/12/2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Parlando dei settori più coinvolti, dal 2016 ai primi del 2022 solo il settore tecnologico e quello dei servizi di consumo hanno un evidente aumento, al momento il valore in equity del primo ammonta a 7376 milioni (di cui 5019 milioni in Tencent Holdings Ltd) mentre il secondo a 7408 milioni di dollari statunitensi (di cui 3467 milioni in Alibaba Group Holding Ltd). Segue il settore dei beni di consumo con 3511 milioni, mentre in generale tutti gli altri settori non hanno avuto grandi cambiamenti nel periodo osservato.

Grafico 4.24 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)



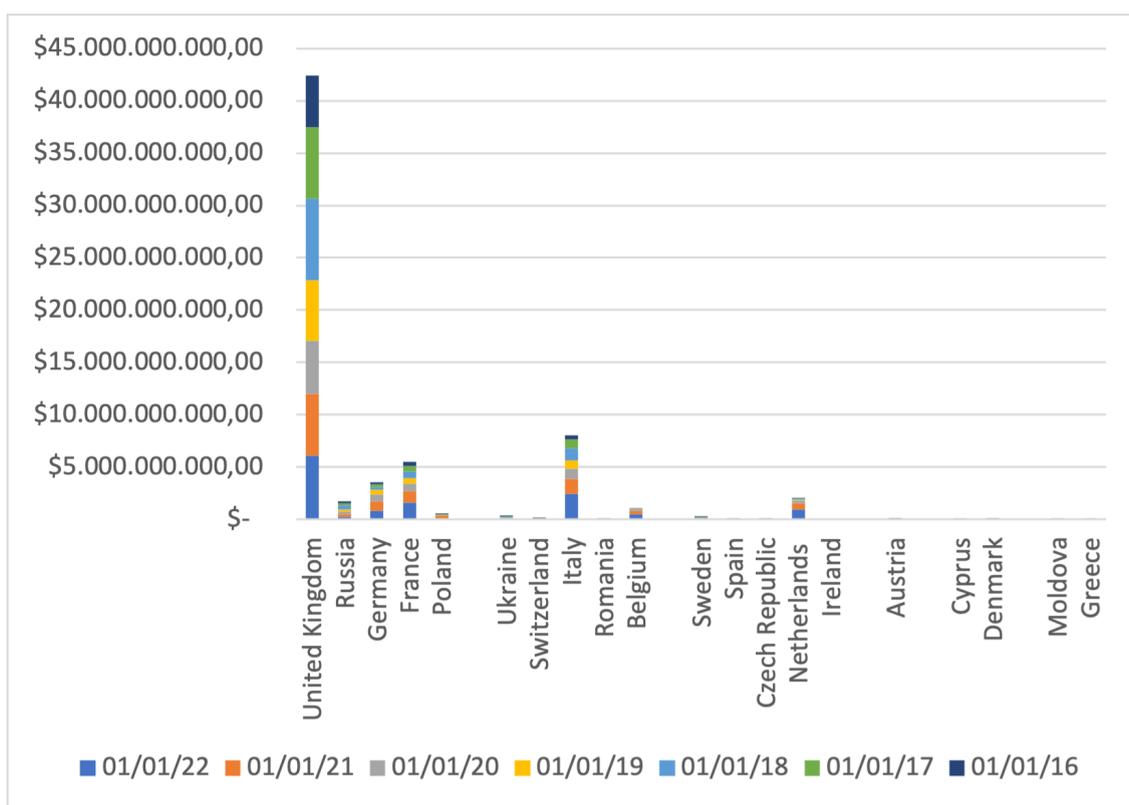
Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

In conclusione, è difficile capire in che misura le società cinesi utilizzino i paradisi fiscali per ottenere un vantaggio fiscale. Una cosa certa è che alcuni settori non possono attrarre direttamente investimenti esteri e questo è un fattore che incide molto nelle scelte societarie. La Cina limita l'investimento da parte degli investitori esteri verso settori strategici come per esempio quello tecnologico. Per aggirare il tutto le imprese cinesi spesso istituiscono una sussidiaria con sede fiscale nei caraibi per poi essere quotate nel mercato statunitense. Queste società solitamente controllano attraverso una partecipazione un particolare tipo di impresa (o entità) in Cina chiamata WFOE (Wholly Foreign Owned Enterprise, in italiano può essere tradotta come "Impresa interamente di proprietà straniera") che non opera in settori strategici che potrebbero limitare gli investimenti esteri provenienti dalla sussidiaria. Le WFOE hanno poi vari contratti di servizio con la vera società primaria che opera direttamente in Cina e con i suoi proprietari; i contratti possono riguardare per esempio prestiti alla società dove la garanzia può coinvolgere gli asset di sua proprietà, permettendo quindi di replicare l'equity senza di fatto esserlo.

#### 4.3.4 Europa

Il prossimo continente che verrà analizzato è l'Europa. Il valore degli investimenti in equity del GPFG in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 313 miliardi di dollari (rappresentando il 21,9% del valore totale del portafoglio) distribuiti in 1866 società e 30 Stati. Al momento ben 133 imprese sfruttano un paradiso fiscale, pari al 5,99% delle società totali europee del campione. Nel seguente grafico è possibile osservare l'evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine delle società europee con sede in un tax haven dal 31/12/2015 al 31/12/2021, questa volta rappresentate con un grafico diverso in quanto il solo Regno Unito avrebbe oscurato tutte le altre Nazioni. In totale in questo intervallo temporale sono state coinvolte 179 imprese.

*Grafico 4.25 Evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine (2015-2021)*



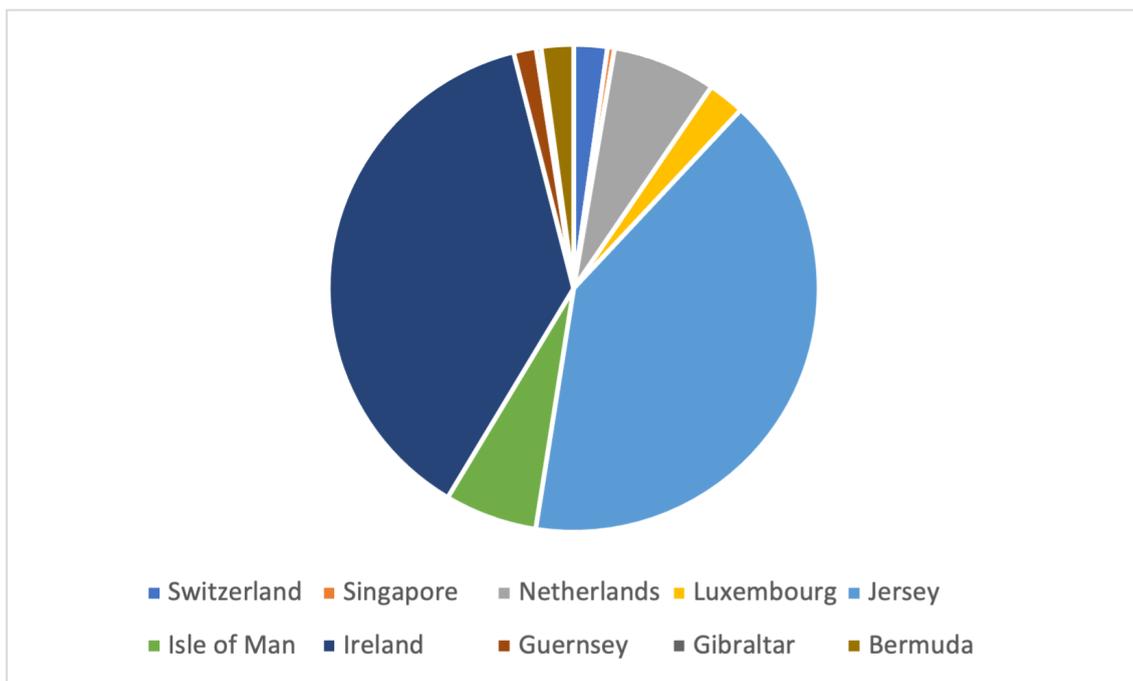
*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Come già anticipato la quasi totalità degli investimenti del fondo verso società europee che passa attraverso i paradisi fiscali rientra presso il Regno Unito, seguito

inaspettatamente dall'Italia e successivamente da Francia e Germania. Altri Paesi coinvolti sono la Russia e l'Olanda (considerato come paradiso fiscale), il resto sono elencati nel grafico precedente. La Svizzera ha valori molto bassi perché nel campione si è riscontrato che le società elvetiche preferiscono non cambiare sede, probabilmente perché già essa è un paradiso fiscale. Ad oggi le uniche imprese svizzere che hanno sede in altri tax haven in cui il GPFG investe sono la Lastminute.com NV (Olanda) e la COSMO Pharmaceuticals NV (Olanda).

Parlando di Regno Unito, su 370 società in cui il GPFG detiene azioni al 31/12/2021, 44 hanno la sede fiscale in un tax haven rappresentando l'11,49%, con un valore dell'equity in queste imprese di 6 miliardi di dollari statunitensi.

*Grafico 4.26 Distribuzione del valore dell'equity in società del Regno Unito per paradiso fiscale (31/12/2021)*



*Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management*

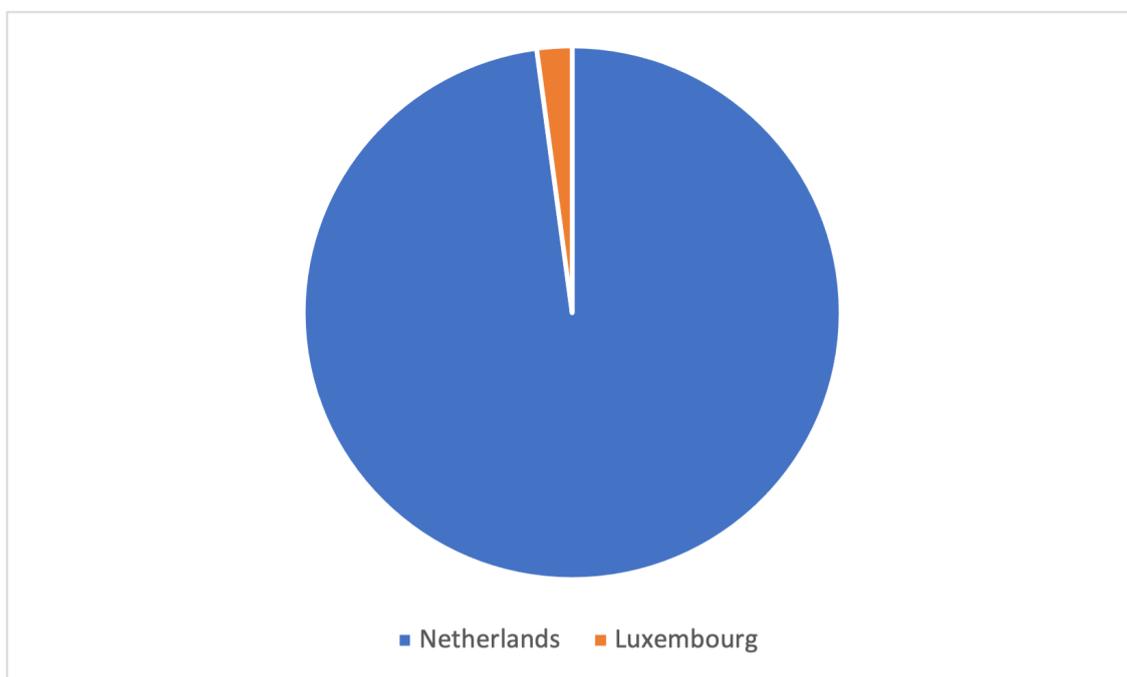
La metà preferita dalle società britanniche è l'isola di Jersey, dove passano 2276 dei 6075 milioni di dollari investiti in imprese del Regno Unito con una sede fiscale in tax haven. Al secondo posto c'è l'Irlanda con 2276 milioni di valore in azioni, seguita dall'Olanda (414 milioni) e dall'isola di Man (370 milioni). Parlando di società e non di valore dell'equity, dal 31/12/2015 al 31/12/21 ben 29 hanno sede nell'isola di Jersey,

15 nell'isola di Guernsey (ma in termini di valore delle partecipazioni si colloca all'ottavo posto), 9 in Irlanda e 8 nell'isola di Man. Si può quindi concludere che in generale le società del Regno Unito preferiscono rimanere nei propri paradisi fiscali all'interno dei confini dell'arcipelago britannico, dove predominano le Dipendenze della Corona Britannica: l'isola di Man, l'isola di Jersey e l'isola di Guernsey.

Il progetto Missing Profit in questo caso stima che il governo britannico abbia perso nel 2018 il 28% in tasse societarie a causa dello spostamento delle sedi fiscali (o dello stabilirsi di una società sussidiaria) delle proprie società nei tax haven, di cui il 7% (5669 milioni) verso l'Irlanda.

È giusto a questo punto aprire una parentesi per l'Italia, seconda per valore dell'equity in società europee con sede in paradisi fiscali nel periodo osservato dell'analisi, che ai primi del 2022 ammonta a 2422 milioni di dollari.

*Grafico 4.27 Distribuzione del valore dell'equity in società italiane per paradiso fiscale (31/12/2021)*

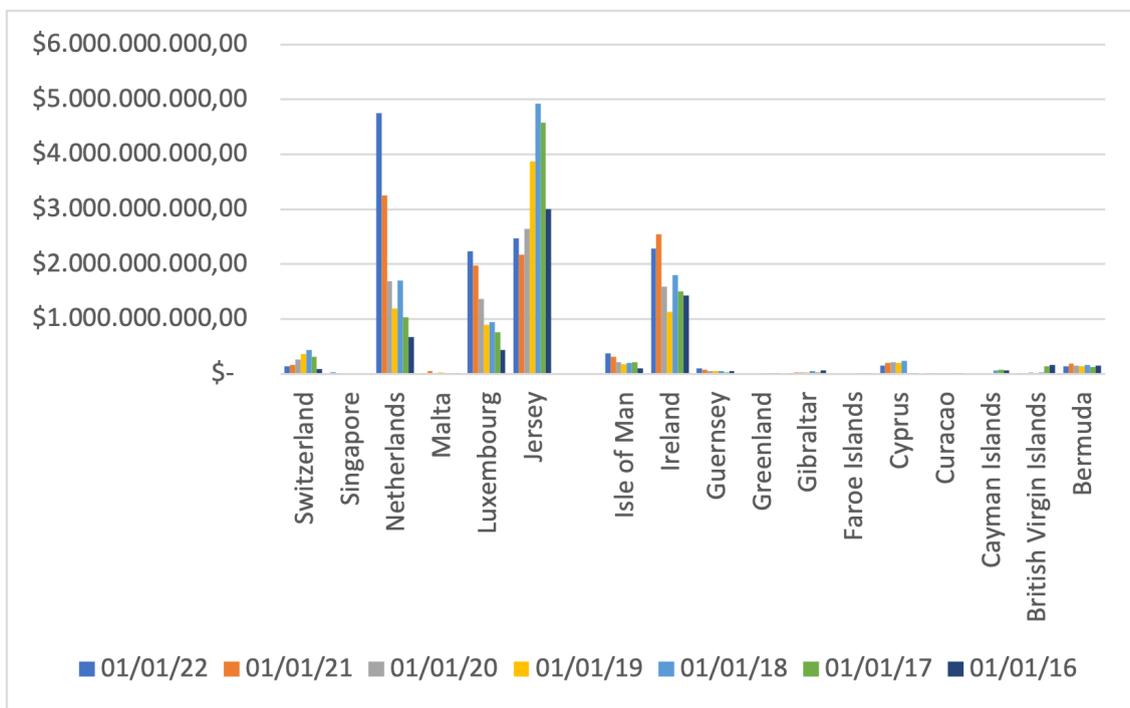


*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Le imprese coinvolte nell'arco temporale hanno sede in Olanda (9) e in Lussemburgo (2). Al 31/12/21 sono 9 le società in cui il fondo detiene ancora partecipazioni, non sono tante ma il valore in azioni posseduto dal GPFM in queste imprese è elevato. Tra

loro sono presenti Ferrari NV (381 milioni) ed EXOR NV (381 milioni). Un'altra partecipazione importante è stata quella in Fiat Chrysler Automobiles NV, non più presente nel portafoglio, che al 31/12/20 era pari a 202 milioni di dollari. Secondo Missing Profits l'Italia nel 2018 non ha incassato circa il 20% di tasse societarie (IRES), di cui il 17% deriva dallo spostamento dei profitti delle proprie società in paradisi fiscali europei, tra cui Olanda, Irlanda e Lussemburgo. Ora passiamo alla distribuzione generale del valore dell'equity di società europee con sede nei paradisi fiscali.

*Grafico 4.28 Evoluzione del valore dell'equity verso paradisi fiscali (2015-2021)*



*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Dal grafico precedente si può notare che il valore dell'equity dal 31/12/2015 fino al 31/12/2021 è passato prevalentemente nell'isola di Jersey e in Olanda. La prima ha coinvolto prevalentemente società britanniche, con due piccole eccezioni composte da una società austriaca e una russa; la seconda, l'Olanda, raccoglie invece investimenti da tutti i maggiori Stati europei tra cui Germania, Francia, Italia, Russia, Svizzera, Regno Unito e altri. Al 31/12/2021 è proprio l'Olanda il Paese maggiormente coinvolto con un valore dell'equity di 4754 milioni, seguito da Jersey, Irlanda e Lussemburgo. Anche il

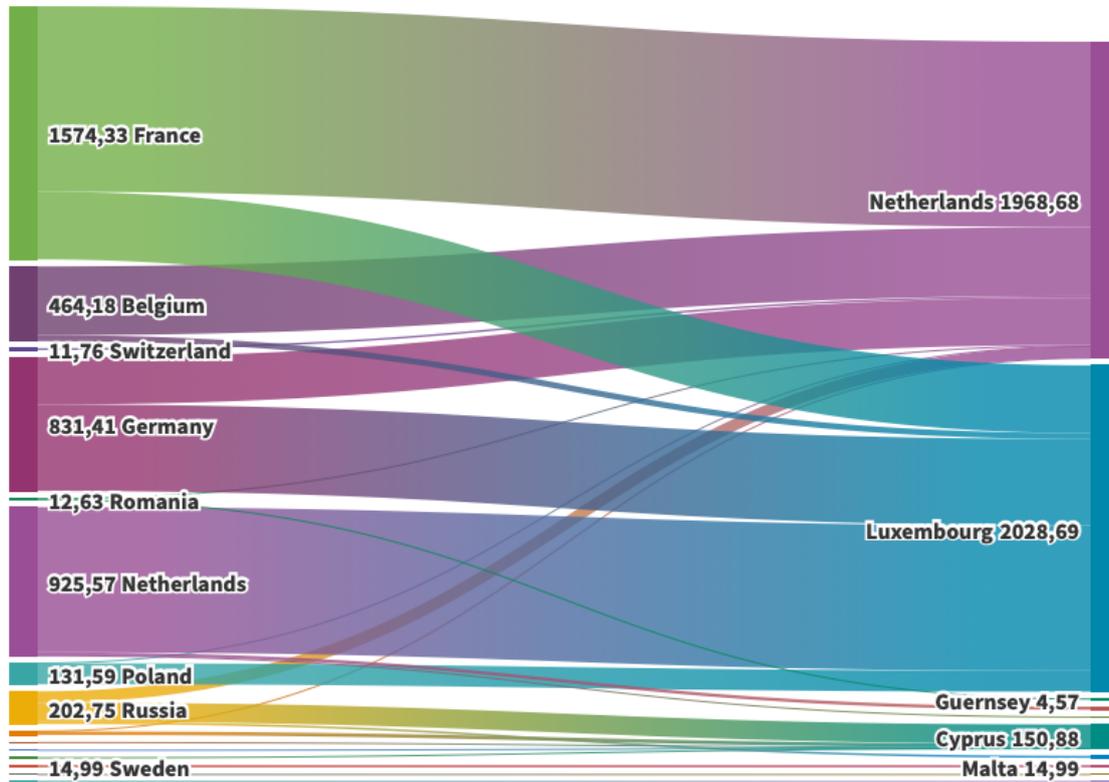
Lussemburgo coinvolge la maggior parte degli Stati europei, mentre l'Irlanda, Jersey, Man e Guernsey vedono prevalentemente società del Regno Unito.

Un caso degno di nota è il Cipro, in cui su 21 imprese presenti nell'arco temporale studiato ben 15 sono russe, con un valore di 118 milioni di dollari in azioni detenute in 10 società della Russia con sede in Cipro al 31/12/2021. In realtà, secondo i dati della Banca Centrale Russa, il Cipro è il primo Stato (con un vasto distacco dal secondo) per investimenti in entrata e sia per investimenti in uscita per quanto riguarda la Russia, il che giustifica questa larga presenza in Cipro di società sussidiarie che reinvestono il denaro in Russia. Ovviamente questi investimenti in entrata non sono imputabili solo alle società russe, ma anche ad altre società riconducibili ad altri Paesi che hanno rapporti con la Russia. Per quanto riguarda invece gli investimenti dalla Russia al Cipro, una buona parte sono imputabili ad oligarchi russi che secondo un'indagine di Al Jazeera nel 2020 hanno investito molto verso l'isola europea per acquistare la cittadinanza attraverso il cosiddetto "passaporto d'oro".

La percentuale di investimenti del fondo nel continente europeo al 31/12/2021 che passa nei tax haven è del 4,05%, pari a 12 miliardi su 313 miliardi di dollari statunitensi totali verso l'Europa, percentuale in aumento rispetto agli anni precedenti.

Nel seguente grafico è possibile capire come e quanti sono i milioni investiti in azioni di società europee (escluse quelle britanniche e italiane) che passano attraverso dei paradisi fiscali al 31/12/2021.

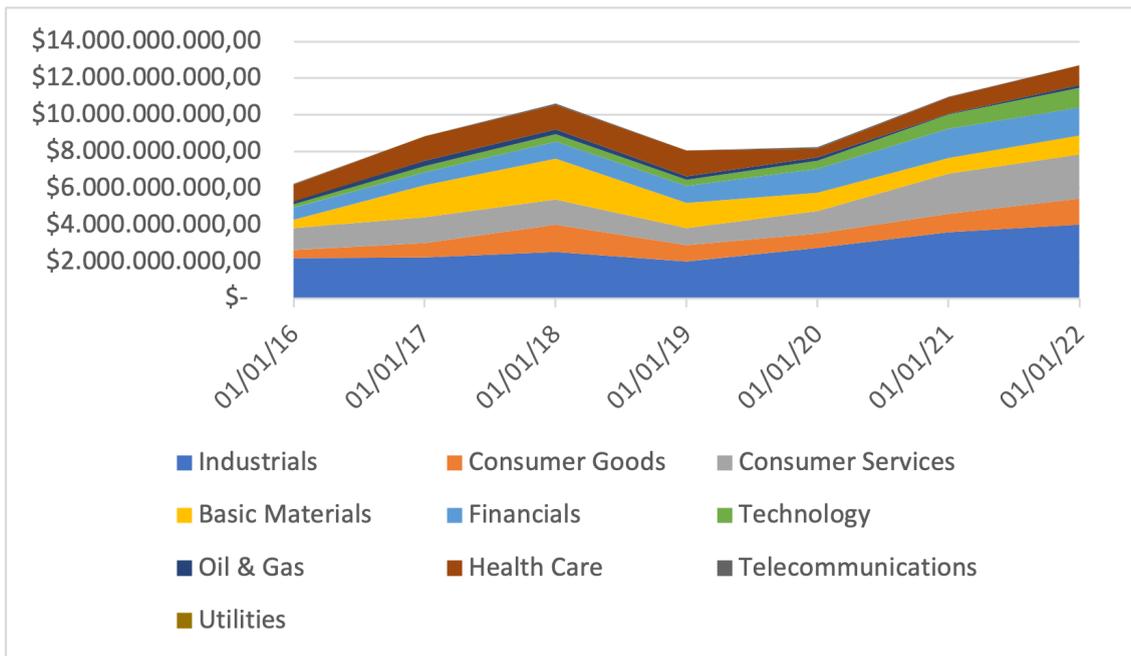
Grafico 4.29 Milioni investiti in azioni di società dell'Europa (escluso il Regno Unito e l'Italia) che passano attraverso dei paradisi fiscali (31/12/2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Parlando dei settori più coinvolti, dal 2016 ai primi del 2022 quasi tutte le categorie hanno avuto un aumento in egual misura, con un leggero calo generale nei primi del 2018 imputabile alle turbolenze generali del mercato. Al momento il settore predominante è quello industriale il cui valore in equity ammonta a 4011 milioni mentre il secondo è quello dei servizi di consumo con 2388 milioni di dollari statunitensi.

Grafico 4.30 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)

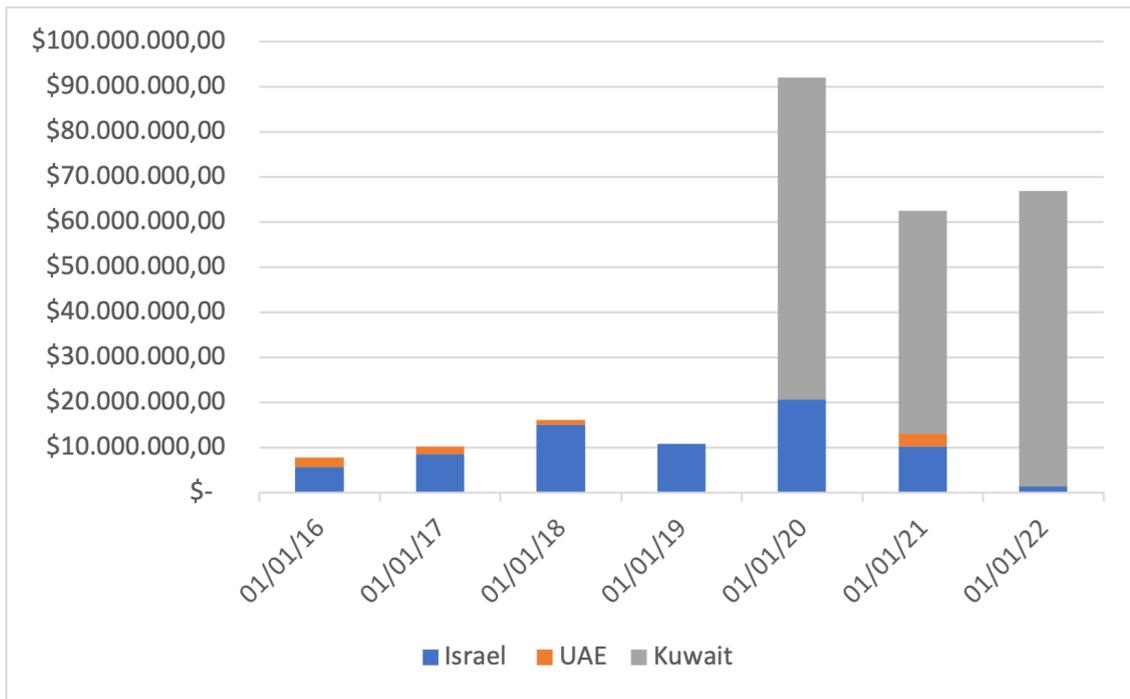


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

#### 4.3.5 Medio Oriente

La prossima zona geografica che si andrà ad analizzare è il Medio Oriente. Il valore degli investimenti in equity del GPFG in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 4257 milioni di dollari (rappresentando lo 0,3% del valore totale del portafoglio) distribuiti in 127 società e 5 Stati. Al momento solo 5 imprese sfruttano un paradiso fiscale e nell'orizzonte temporale osservato sono state in totale 7. Nel seguente grafico è possibile osservare l'evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine delle società del Medio Oriente con sede in un tax haven dal 31/12/2015 al 31/12/2021.

Grafico 4.31 Evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine (2015-2021)

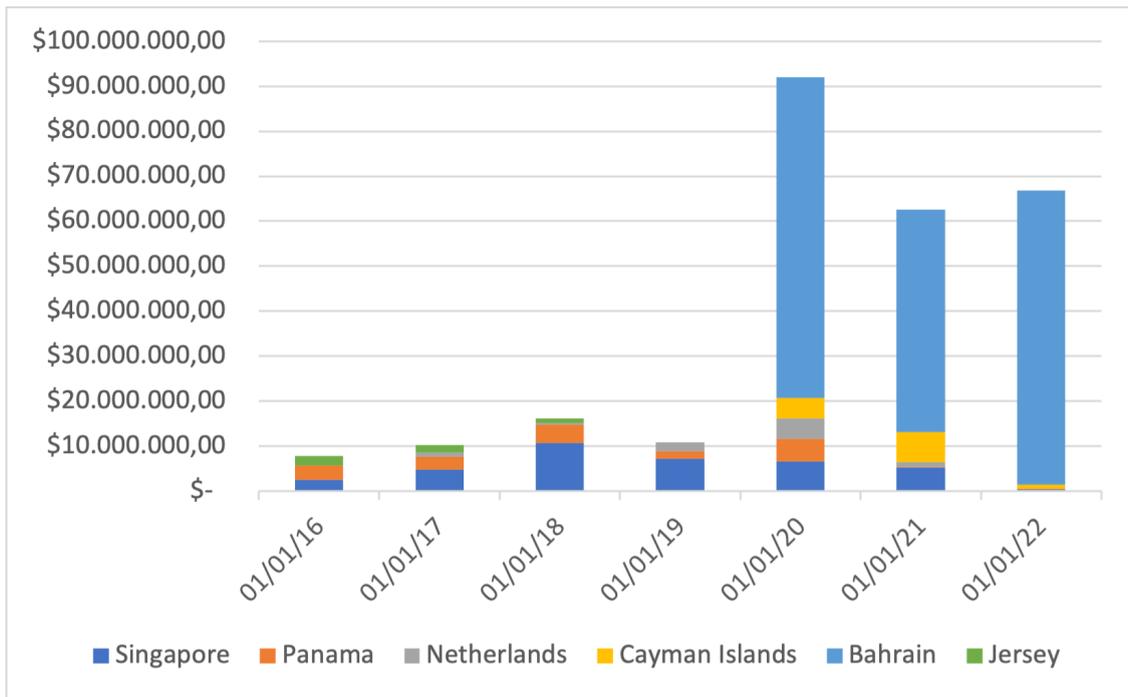


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Per quanto riguarda lo Stato d'origine delle società con sede nei tax haven, la maggior parte di queste (4), coinvolte dal 2015 al 2021, sono israeliane. Durante questo intervallo temporale la distribuzione del valore dell'equity non permette di identificare un chiaro pattern, a causa della mancanza di dati a sufficienza. Tuttavia è possibile osservare che il valore è aumentato esponenzialmente al 31/12/2019 grazie alla nuova partecipazione nella società Ahli United Bank BSC del Kuwait con sede in Bahrain. Tornando all'Israele invece si può notare che il suo valore ha oscillato da fine 2015 fino alla fine del 2020, con un calo a fine 2021.

Secondo il progetto Missing Profits, il governo israeliano nel 2018 non ha incassato circa 937 milioni di dollari in tasse societarie (circa l'8% della corporate tax incassata quell'anno) a causa del cambio di sede delle sue società in paradisi fiscali, di cui 843 milioni (il 7%) nei tax haven non facenti parti dell'Unione Europea.

Grafico 4.32 Evoluzione del valore dell'equity verso paradisi fiscali (2015-2021)



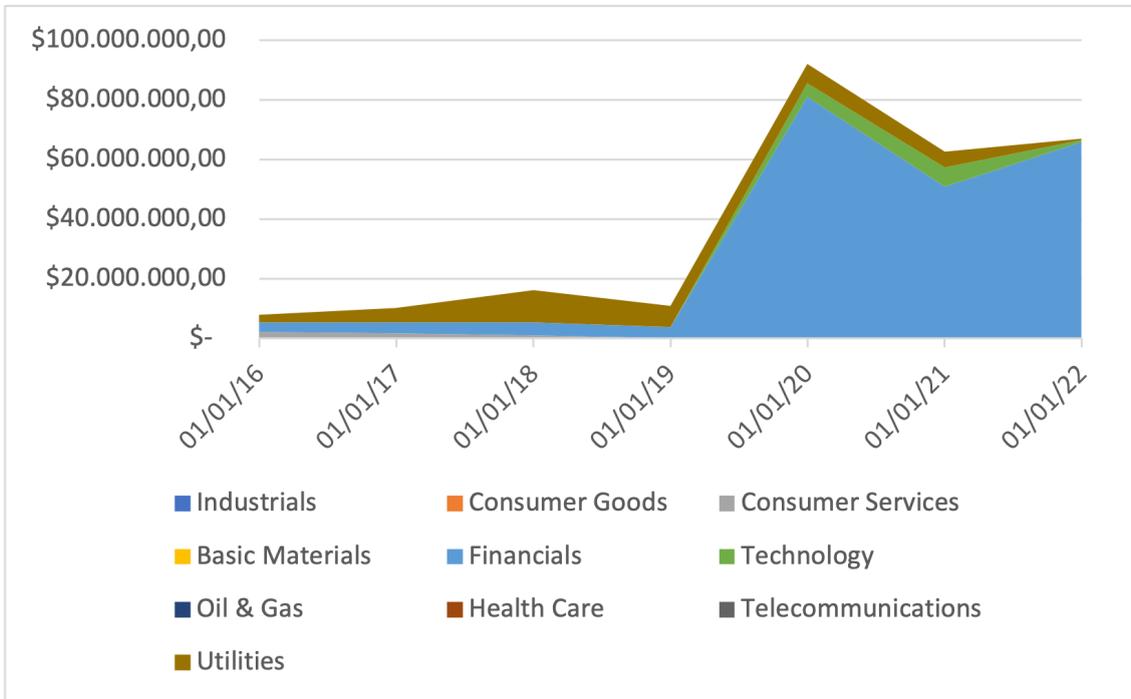
Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Anche in questo caso non è possibile individuare un pattern per quanto riguarda i paradisi fiscali, tra i quali sono presenti il Bahrain, le isole Cayman, l'isola di Jersey, l'Olanda, Panama e Singapore. Come è possibile osservare dal grafico precedente, dal 2020 aumenta esponenzialmente il valore passante per il Bahrain dovuto alla partecipazione precedentemente citata nella società Ahli United Bank BSC del Kuwait. È interessante osservare che tra i paradisi fiscali medio orientali (Emirati Arabi Uniti, Bahrain e Oman) è presente solo il Bahrain. La maggior parte delle società in cui il fondo investe sono israeliane, ma a quanto pare decidono di stabilirsi nel proprio Stato o in altri tax haven lontani.

La percentuale di investimenti del fondo in Medio Oriente al 31/12/2021 che passa nei tax haven è dell'1,57%, pari a 66 milioni su 4257 milioni di dollari statunitensi. Negli ultimi due anni questa percentuale è calata, infatti al 31/12/2019 era del 3,21%. Per quanto riguarda i settori quello più presente è il finanziario, guidato ancora una volta dal 01/01/2020 al 01/01/2022 dal valore delle azioni della Ahli United Bank BSC. A fine 2021 il settore Financials ammonta a 65 milioni di dollari, seguito da quello

tecnologico con 833 mila dollari e quello delle utilità con 314 mila dollari (nettamente inferiori rispetto al primo).

*Grafico 4.33 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)*

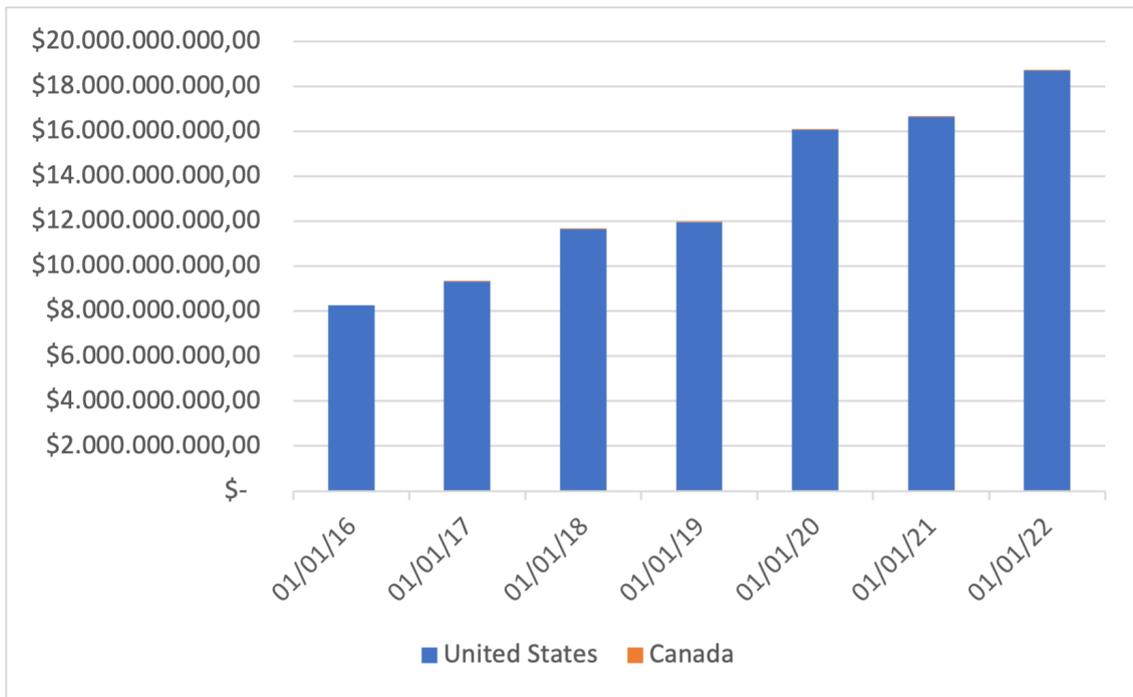


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

#### 4.3.6 Nord America

La penultima zona geografica da analizzare è il Nord America. Il valore degli investimenti in equity del GPFM in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 470 miliardi di dollari (costituendo il 32,9% del valore totale del portafoglio) distribuiti in 2236 società e 2 Stati. Al momento ben 118 imprese sfruttano un paradiso fiscale, pari al 5,28% delle società totali americane del campione. Nel seguente grafico è possibile osservare l'evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine delle società americane con sede in un tax haven dal 31/12/2015 al 31/12/2021. In totale in questo intervallo temporale sono state coinvolte 200 imprese.

Grafico 4.34 Evoluzione del valore dell'equity verso gli Stati di origine (2015-2021)

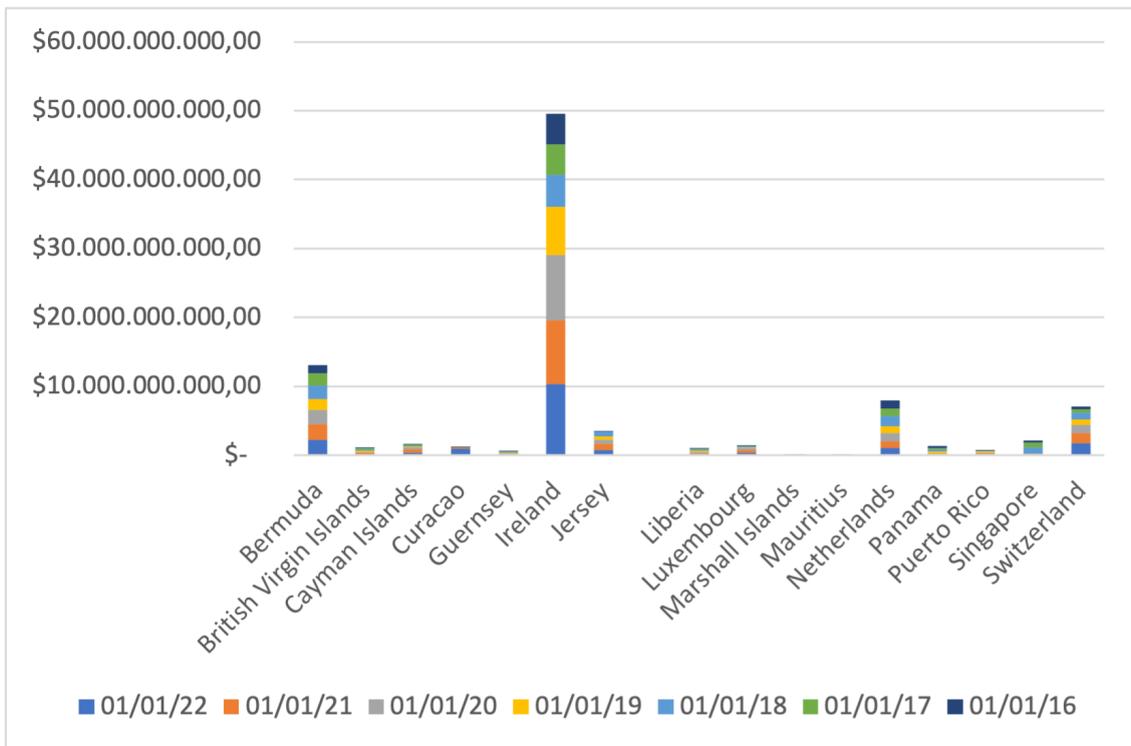


Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

La quasi totalità degli investimenti del fondo verso società americane che passano attraverso i paradisi fiscali rientrano presso gli Stati Uniti d'America, con un trend crescente. Questi dati non dovrebbero sorprendere, dato che in questa zona geografica vengono inclusi solo il Canada e gli Stati Uniti, con quest'ultima che supera sia a livello economico che a livello di popolazione la prima, e dove risiedono la maggior parte delle società quotate in borsa di successo nel mondo.

Su 2070 società statunitensi in cui il GPFM detiene azioni al 31/12/2021, 117 hanno la sede fiscale in un tax haven costituendo il 5,65%, con un valore dell'equity in queste imprese di 18 miliardi di dollari statunitensi.

Grafico 4.35 Evoluzione del valore dell'equity verso paradisi fiscali (2015-2021)



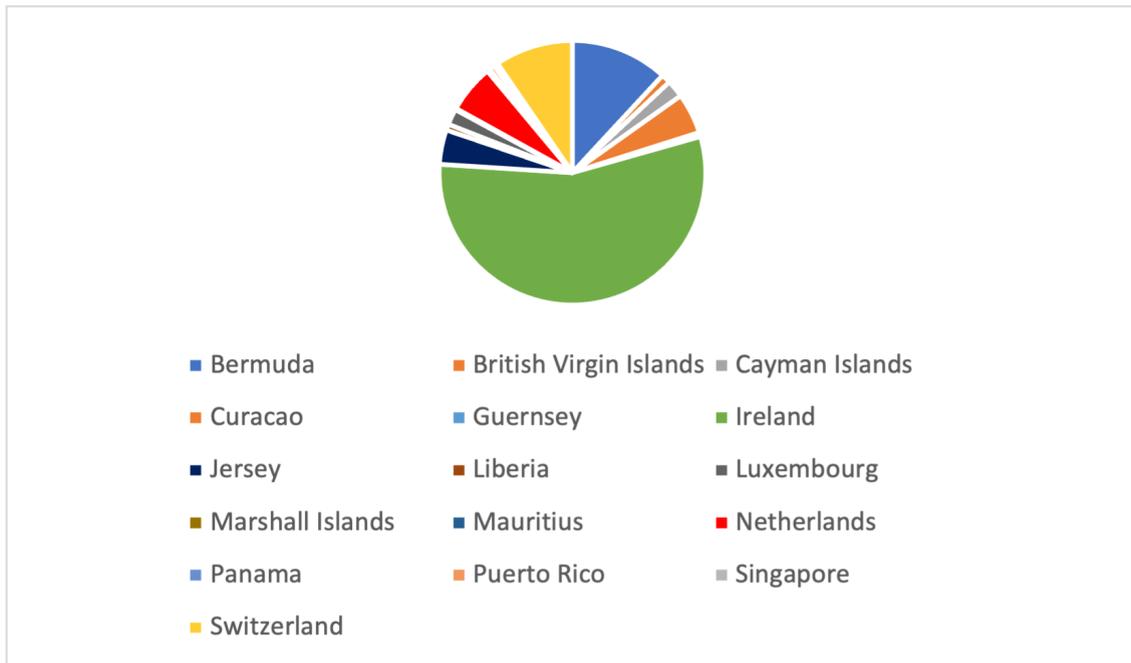
Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Dal grafico precedente si può notare che il valore dell'equity dal 31/12/2015 fino al 31/12/2021 è passato prevalentemente in Irlanda, seguita dalle Bermuda, l'Olanda e la Svizzera.

La percentuale di investimenti del fondo nel continente americano al 31/12/2021 che passa nei tax haven è del 3,97%, pari a 18 miliardi su 470 miliardi di dollari statunitensi totali verso il Nord America, percentuale in calo rispetto agli anni precedenti in cui comunque questo valore era sopra il 4%, con un massimo il 31/12/2019 del 4,71%.

A questo punto è interessante vedere dal prossimo grafico come si distribuisce l'equity delle società statunitensi tra i vari paradisi fiscali al 31/12/2021.

Grafico 4.36 Distribuzione del valore dell'equity società statunitensi per paradiso fiscale (31/12/2021)



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

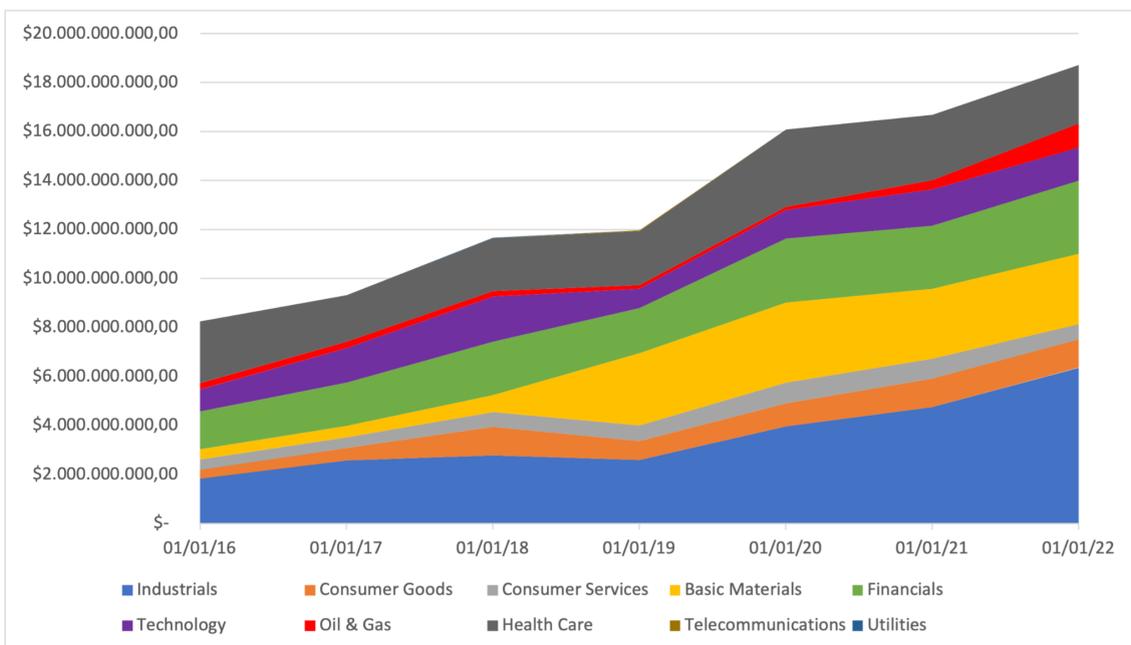
La metà preferita dalle società statunitensi è l'Irlanda, dove passano 10372 dei 18709 milioni di dollari investiti in imprese degli Stati Uniti d'America con una sede fiscale in tax haven. Al secondo posto ci sono le isole Bermuda con 2213 milioni di valore in azioni, seguita dalla Svizzera con 1776 milioni e dall'Olanda con 1102 milioni.

Parlando di società e non di valore dell'equity, dal 31/12/2015 al 31/12/2021 ben 54 hanno sede nelle isole Bermuda, 31 in Irlanda, 26 nelle isole Cayman (ma in termini di valore delle partecipazioni al 31/12/2021 si colloca al settimo posto) e 20 in Olanda. Si può quindi concludere che in generale le società degli Stati Uniti preferiscono stabilirsi nelle Bermuda o in Irlanda.

La precedente affermazione è parzialmente confermata dal progetto Missing Profit che in questo caso stima che il governo statunitense nel 2018 non abbia incassato il 23% di tasse societarie a causa dello spostamento dei profitti delle proprie società nei tax haven, di cui il 15% (31970 milioni) verso le Bermuda, Stati Caraibici, Hong Kong e altri. Per quanto riguarda l'Europa invece spicca proprio l'Irlanda che da sola è responsabile del 3%.

Infine parlando dei settori più coinvolti, dal 2017 ai primi del 2022 il maggiore è sempre stato quello industriale. Al momento il valore in equity di quest'ultimo ammonta a 6363 milioni di dollari, segue il settore finanziario con 2999 milioni e quello dei materiali di base con 2859 milioni. Il grafico seguente, oltre che a rappresentare l'evoluzione del valore dell'equity per settori economici, è utile anche per capire come sono aumentati gli investimenti verso società nord americane con sede in un paradiso fiscale negli anni, ricordando che l'ultimo anno sono aumentati meno che proporzionalmente rispetto agli investimenti in azioni verso qualsiasi tipo di impresa nordamericana.

*Grafico 4.37 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)*



*Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management*

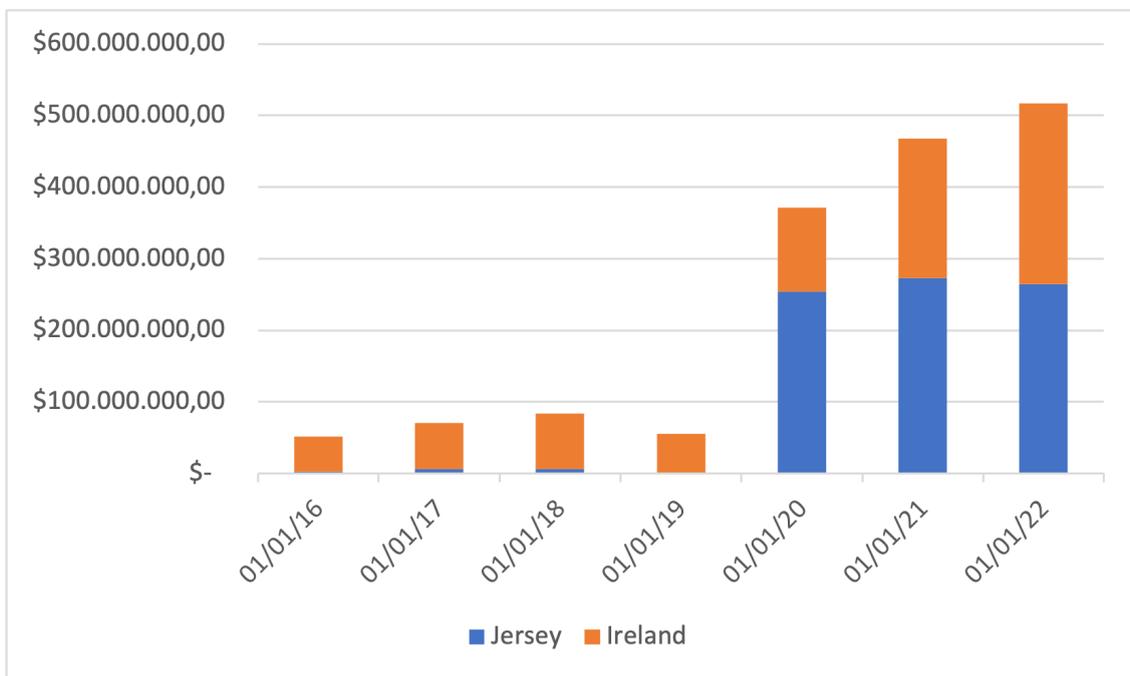
### 4.3.7 Oceania

L'ultimo continente è l'Oceania. Il valore degli investimenti in equity del GPF in questa zona al 31/12/2021 ammonta a 20 miliardi di dollari (costituendo l'1,4% del valore totale del portafoglio) distribuiti in 389 società e 2 Stati. Al momento solo 3 imprese sfruttano un paradiso fiscale, pari allo 0,77% delle società totali in Oceania del campione. Dal 31/12/2015 al 31/12/2021 sono state coinvolte 4 imprese, tutte

australiane. Di conseguenza i dati raccolti per questo continente non sono molto rilevanti, ma per completezza non è stato tralasciato.

Secondo il progetto Missing Profits, l’Australia nel 2018 non ha incassato circa 7572 milioni di dollari in tasse societarie (circa il 10% della corporate tax attualmente incassata) a causa del cambio di sede delle sue società in paradisi fiscali, tra cui 5091 milioni (il 7%) nei tax haven non facenti parti dell’Unione Europea e 1283 milioni (il 2%) in Irlanda.

*Grafico 4.38 Evoluzione del valore dell’equity verso paradisi fiscali (2015-2021)*



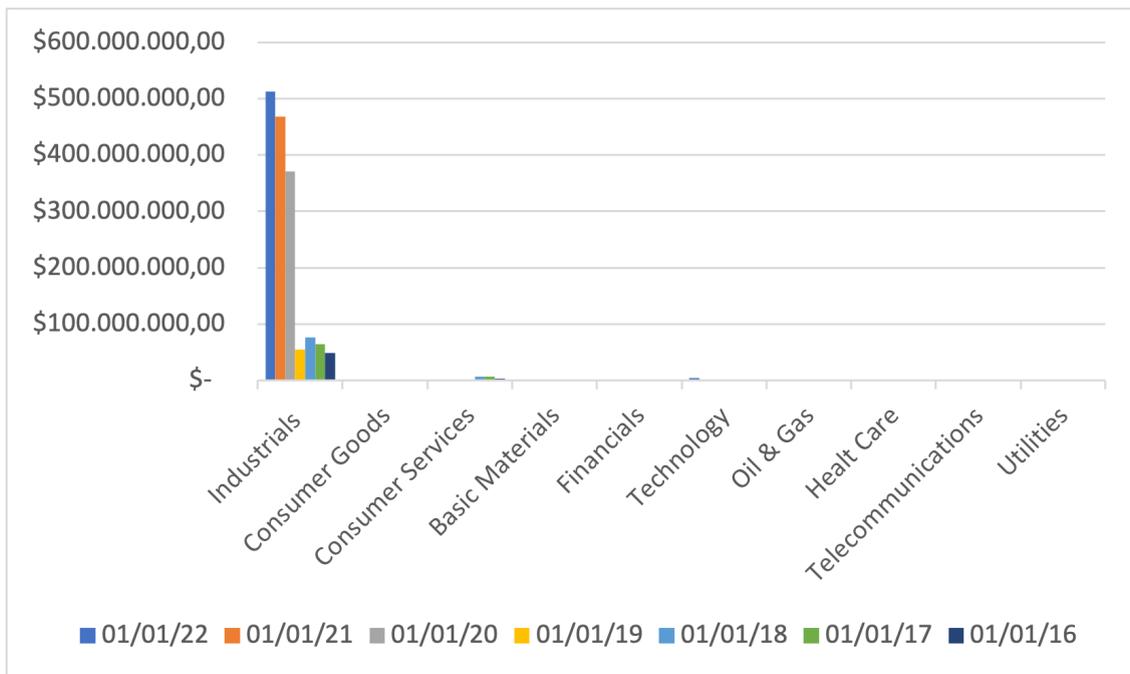
*Fonte:* Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

Come ci si poteva aspettare non è possibile individuare un pattern per quanto riguarda i paradisi fiscali, tra i quali sono presenti solo l’Irlanda e l’isola di Jersey. Come è possibile osservare dal grafico, dal 2020 aumenta il valore passante per l’isola di Jersey dovuto alla partecipazione nella società Amcor PLC in Australia. La maggior parte delle società in cui il fondo investe in Oceania sono australiane, ma a quanto pare decidono di stabilirsi nel proprio Stato, proprio come quelle della Nuova Zelanda.

La percentuale di investimenti del fondo in Oceania al 31/12/2021 che passa nei tax haven è del 2,54%, pari a 517 milioni su 20 miliardi di dollari statunitensi. Negli ultimi anni la percentuale è aumentata, infatti al 31/12/2015 era dello 0,47%.

Per quanto riguarda i settori quello predominante è l'industriale, guidato dalle partecipazioni nella Amcor PLC e nella James Hardie Industries PLC. A fine 2021 questo settore ammonta a 512 milioni di dollari, seguito solamente da quello tecnologico con 4 milioni dollari.

*Grafico 4.39 Evoluzione del valore dell'equity per settori economici (2015-2021)*



Fonte: Rielaborazione personale dati Norges Bank Investment Management

## Conclusione

Il lavoro di tesi ha avuto lo scopo di individuare le società con sede in un paradiso fiscale nella quale il fondo sovrano norvegese detenesse una partecipazione, cercando la distribuzione di questo valore ripartito tra gli Stati e le zone geografiche di origine, ma soprattutto individuando verso quali paradisi fiscali passasse la maggior parte dell'equity del GPFG e se in essi prevalga un qualche tipo di settore piuttosto che un altro. L'enfasi è stata quindi posta sui tax haven coinvolti e sugli Stati di origine delle società, utilizzando il fondo sovrano come un mezzo per riuscire ad individuarli e misurarli. La ricerca di alcuni pattern di investimento nell'elaborato può essere utile per capire in che misura possono essere presenti in un fondo le società con sede in paradisi fiscali. Inoltre non è impensabile che un qualsiasi altro fondo di investimento ben diversificato a livello settoriale e geografico come quello del GPFG (con oltre 9 mila imprese diverse in cui detiene azioni) possa avere una distribuzione e pattern simili per quanto riguarda i tax haven a seconda del tipo di investimenti.

L'analisi, oltre che a consolidare il fatto che le società stiano ancora sfruttando dei paradisi fiscali, ha dimostrato che la maggior parte del valore delle azioni detenute dal GPFG in paradisi fiscali fosse reindirizzata per la maggior parte in Asia, seguita dal Nord America e l'Europa.

Il tax haven maggiormente coinvolto in termini di valore dell'equity sono le Isole Cayman con quasi 23 miliardi di dollari al 31/12/2021, reindirizzati per il 98,17% in Asia, soprattutto in Cina e Hong Kong. A seguire gli altri paradisi fiscali più rilevanti sono stati l'Irlanda e l'Olanda.

In Irlanda il fondo detiene azioni per circa 13 miliardi di dollari al 31/12/2021 (tenendo in considerazione solo le imprese con la sede del Paese di origine diversa da quella fiscale), dei quali oltre 10 miliardi sono stati investiti in società statunitensi e 2 miliardi in società del Regno Unito.

In Olanda invece il fondo detiene quasi 6 miliardi di dollari di azioni al 31/12/2021 (anche in questo caso tenendo in considerazione le sole imprese con la sede fiscale diversa da quella del Paese di origine) e si è rivelato il paradiso fiscale con il maggiore equilibrio del valore dell'equity che viene reindirizzato verso altri Paesi. Il valore in

questione torna prevalentemente in Italia per 2 miliardi, in Francia e Stati Uniti d'America per circa 1 miliardo ciascuno, e gli altri sono quasi equamente divisi tra Belgio, Germania e Regno Unito, rimangono poi altre piccole partecipazioni verso società di altri Stati.

L'analisi della distribuzione del valore dell'equity a seconda dei settori di appartenenza è stata fatta per tutte le zone geografiche di origine senza dare dei risultati utili, a causa dell'equilibrio della distribuzione del valore tra i settori o a causa di uno scarso investimento generale verso alcune zone.

Osservando invece il numero di società divise per settore con sede nei dei tre maggiori paradisi fiscali coinvolti nell'analisi (Isole Cayman, Irlanda e Olanda), risulta interessante l'Irlanda in quanto su 43 imprese con sede nel Paese dal 2015 al 2021 ben 15 appartengono al settore industriale e 13 a quello farmaceutico.

## Bibliografia

- Aliprandi G., Barake M. e Chouc P. (2021), *“Have European Banks left Tax Havens? Evidence from country-by-country data”*, EU Tax Observatory, Settembre 2021.
- Andreoni A., Khan M. e Roy P. (2019), *“Illicit Financial Flows: Theory and Measurement Challenges”*, Anti-Corruption Evidence Research Consortium, Aprile 2019.
- Aubry M. e Dauphin T. (2017), *“Opening the vaults: the use of tax havens by Europe's biggest banks”*, Oxfam, Marzo 2017.
- Bertaut C., Bressler B. e Curcuru S. (2018), *“Globalization and the Geography of Capital Flows”*, Bank for International Settlements, 21/11/2018.
- Bortolotti B., Fotak V. e Megginson W. (2014), *“The rise of sovereign wealth funds: definition, organization and governance”*, Università Bocconi, 2014.
- Bouvatier V., Capelle-Blancard G. e Delatte A. (2017), *“Banks in tax havens: first evidence based on country-by-country report”*, European Commission, Luglio 2017.
- Bray S. (2021), *“Corporate Tax rates around the world”*, Tax Foundation, Novembre 2021.
- Cobham A. e Jansky P. (2020), *“Estimating illicit financial flows”*, Oxford University Press, Gennaio 2020.
- Combes J., Kinda T., Ouedraogo R. e Plane P. (2018), *“Financial Flows and Economic Growth in Developing Countries”*, Elsevier, 27/11/2018.

- Coppola A., Maggiori M., Neiman B. e Schreger J. (2021), *“Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens”*, Harvard University, Stanford University, University of Chicago e Columbia Business School, Aprile 2021.
  
- Das U., Mazarei A. e Van der Hoorn H. (2010), *“Economics of Sovereign Wealth Funds”*, International Monetary Fund, 2010.
  
- Davis Pluss J. e Glatthard J. (2021), *“Riforma fiscale mondiale: la Svizzera dovrà adattarsi per continuare ad attirare le multinazionali”*, SwissInfo, 11/11/2021.
  
- Drucker J. (2017), *“After a Tax Crackdown, Apple found a new shelter for its profits”*, The New York Times, 06/11/2017.
  
- European Union (2022), *“Conclusioni del consiglio del 24 Febbraio 2022”*.
  
- Galullo R. e Mincuzzi A. (2019), *“Da Mediaset a Fiat-Chrysler: perché l’Olanda è il paradiso delle holding”*, Il Sole 24Ore, 08/06/2019.
  
- Global Sovereign Wealth Fund (2021), *“SWF Industry AUM Tripled to Over US\$10 trillion Since 2008 Crash”*, 27/09/2021.
  
- Global Sovereign Wealth Fund (2022), *“2022 Annual Report: State-Owned Investors 3.0”*, 2022.
  
- Guvenen F., Mataloni R., Rassier D. e Ruhl K. (2019), *“Offshore profit shifting and domestic productivity measurement”*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Aprile 2017 con revisione nell’Ottobre 2019.
  
- Horn S., Reinhart C. e Trebesch C. (2019), *“China’s overseas lending”*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Luglio 2019.

- International Working Group of Sovereign Wealth Fund (2008), *“Generally Accepted Principles and Practices: Santiago Principles”*, 2008.
  
- Lenartova G. (2020), *“The Economic and Social Consequences of Tax Havens in the World”*, University of Economics in Bratislava, EDP Sciences, 2020.
  
- Lopez G. e Stracca L. (2021), *“Changing patterns of capital flows”*, Bank for International Settlements, Maggio 2021.
  
- Lyons K. (2021), *“Ireland’s status as tax haven for tech firms like Google, Facebook and Apple is ending”*, The Verge, 07/10/2021.
  
- May Ives J. (2016), *“The relevance of tax havens for China”*, Julius Maximilians University Würzburg - Department of Chinese Studies, 24/02/2016.
  
- Mider Z. (2014), *“Tracking Tax Runaways”*, Bloomberg, 18/09/2014 con un aggiornamento del 01/03/2017.
  
- Milano Finanza (2017), *“Paradisi fiscali: Jersey, Guernsey e Isola di Man”*, 25/05/2017.
  
- Norges Bank Investment Management (2022), *“Government Pension Fund Global Annual report 2021”*, 09/02/2022.
  
- OECD (1998), *“Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue”*, Maggio 1998.
  
- Oxfam (2017), *“La lista nera sfumata di grigio”*, Novembre 2017.
  
- Oxfam (2021), *“EU tax haven black list review”*, 15/02/2021.
  
- Rubino G. (2021), *“I segreti delle lettere informative fiscali”*, IRPI Media, 02/07/2021.
  
- Santoro A. (2021), *“Scheda Paese Emirati Arabi Uniti”*, FiscoOggi, 21/01/2021.

-Senato Italiano XVII legislatura, *“Il progetto Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)”*, nota breve n.13, Ottobre 2015.

-Sovereign Wealth Fund Institute (2022), *“What is a Sovereign Wealth Fund”* e *“Linaburg-Maduell Transparency Index”*.

-Tagliatela L. (2022), *“È ufficiale: tasse anche negli Emirati Arabi Uniti”*, Tax Planning Internazionali, 11/02/2022.

-Torslov T., Wier L. e Zucman G. (2021), *“The Missing Profits of Nations”*, University of Copenhagen e Berkeley University of California, 10/08/2021.