



# **I Fondi di Ricchezza Sovrana: asseti, obiettivi e impieghi**

**Roberto Pasca di Magliano**

Introduzione: lo scenario mondiale tra crisi e opportunità.....	2
Definizione, obiettivi e finalità dei Fondi Sovrani.....	7
Evoluzione recente.....	10
Acquisizioni recenti.....	13
Investimenti dei fondi sovrani in Italia.....	16
Impatti macroeconomici.....	18
Principi regolatori dei Swf e le posizioni dei Paesi Occidentali.....	20
Conclusioni.....	22
Bibliografia.....	23

## **Introduzione: lo scenario mondiale tra crisi e opportunità**

La gravità e profondità della crisi finanziaria che ha colpito le economie occidentali trae origine da una carenza di sorveglianza e controllo sulle attività delle banche d'affari negli Stati Uniti, aggravata poi da scelte erranee di politica monetaria ed economica. Carenze queste provocate dalla strenua fiducia nel "mercato senza regole" da parte della Federal Reserve Bank e assecondate da un clima politico accondiscendente. L'insieme di questi fattori ha fatto esplodere la crisi dei mutui sub-prime, provocando prima il collasso degli istituti bancari maggiormente esposti e poi estendendone le conseguenze nefaste ad altre banche, assicurazioni ed altri enti. Ed è per questi motivi che si addensano le critiche su un sistema finanziario privo di regole e viene da chiedersi se, complice un eccesso di liberismo, sia alla corda un mondo fondato sull'intermediazione speculativa ad alto rischio. Un sistema, per sua stessa natura troppo distante dall'economia reale e poco rispondente alla stessa visione smithiana del laissez-faire, la quale colloca il mercato in una equilibrata interazione con le istituzioni governative, uno Stato attento e intelligente ma non assente.

Non è quindi in discussione la validità del mercato e delle forze che lo determinano, piuttosto la colpevole carenza di governance dei mercati finanziari e dei loro attori.

L'estrema volatilità dei prezzi e delle quotazioni hanno liberato la speculazione finanziaria che, ricorrendo a tutti mezzi disponibili per spingere le quotazioni dei titoli al ribasso, ha di fatto aperto ghiotte occasione per l'acquisizione di società accrescendo il rischio di scalate ostili in settori strategici per l'economie occidentali.

La contaminazione della crisi finanziaria sull'economia reale si va manifestando in termini di difficoltà creditizie alle imprese e di conseguenti rischi patrimoniali che colpiscono le banche più esposte sul fronte dei titoli derivati insolvibili. Il clima di sfiducia ha investito il mercato interbancario, riducendo drasticamente la disponibilità creditizia per le imprese. Gli effetti della crisi finanziaria sono anche stati amplificati dal rallentamento in atto nelle economie avanzate a causa del raffreddamento dei consumi, provocato a sua volta dalla perdita di potere di acquisto dei salari e dalle incertezze sulla produzione industriale e sull'occupazione.

La sottovalutazione da parte dei Governi e delle autorità monetarie dei rischi conseguenti all'esuberanza dei mercati finanziari, sovrapponendosi alla crisi recessiva in atto, va aggravando la performance economica dei paesi Occidentali.

Ancora non è possibile valutare appieno le conseguenze che le perturbazioni finanziarie riverseranno sull'economia reale. Il Fondo Monetario Internazionale stima in 1.500 miliardi di dollari l'entità del collasso finanziario e prevede un lungo periodo di recessione dell'economia reale dei paesi industrializzati, anche se ritiene improbabile un disastro analogo al crollo del '29, perché oggi si dispone di politiche economiche e monetarie di contrasto molto più efficaci. Ne risentirà però la crescita mondiale che nel 2008 non supererà il 4% solo grazie ai paesi emergenti e nel 2009 si prevede un modesto 2,5%.

Lo Stato torna in campo per arginare la crisi e i suoi effetti sull'economia reale. Lo dimostrano gli importanti interventi decisi negli Stati Uniti e in Europa. Ai primi cenni della crisi la Gran Bretagna ha nazionalizzato la banca Northern Rock; gli Stati Uniti sono intervenuti prima nella banca Bear Stearns e poi con un pacchetto di 150 miliardi

di dollari hanno nazionalizzato le due agenzie di garanzia dei mutui Fannie Mae e Freddie Mac, la compagnia assicurativa Aig e B&B. Dopo il fallimento di Lehman Brothers, il governo americano ha quindi varato il piano Paulson di 850 miliardi per socializzare le perdite di altri istituti finanziari. In Europa i governi hanno varato diversi interventi per garantire i depositi bancari o per essere pronti ad entrare nel capitale di banche in crisi. Anche se i piani predisposti dai governi appaiono adeguati e sufficientemente condivisi dalle banche centrali, il clima di sfiducia che serpeggia nei mercati borsistici non accenna a placarsi, sia per il timore di recessione, sia per i comportamenti speculativi consentiti dalle tecniche di negoziazione al di fuori di ogni controllo.

L'impegno dei Governi a sostegno dell'economia reale si va orientando alla definizione di articolati programmi orientati non solo a neutralizzare i rischi di contaminazione provenienti dalla crisi finanziaria ma a rilanciare lo sviluppo. Dopo la crisi del '29 l'amministrazione Hoover reagì adottando misure restrittive costringendo il paese ad un lungo periodo di depressione. Oggi le politiche economiche dispongono dei mezzi per curare crisi anche profonde come l'attuale. Parafrasando il Nobel Paul Samuelson, l'economia e la politica economica è cresciuta sulle catastrofi.

Di fronte all'aggravarsi della crisi finanziaria ed ai connessi pericoli di deflazione sono necessarie misure incisive, coraggiose e specie tempestive per dare ossigeno ai consumi interni ed internazionali e rilanciare gli investimenti, evitando che la crisi si radichi nel sistema diventando strutturale. Le nuove azioni si affidano da un lato alla politica monetaria e dall'altro a più efficaci interventi di politica economica. Sul primo fronte, l'operatività è affidata alle banche centrali che perseguono la riduzione dei tassi di riferimento nella speranza "post-liberista" di rinvigorire il mercato del credito e quindi gli investimenti. Il tasso di riferimento del dollaro è sceso all'1%; anche la Banca d'Inghilterra e le altre banche centrali si muovono nella stessa direzione. La stessa BCE, forse la più riottosa a tagliare il tasso di riferimento dell'euro, lo ha ridotto al 2,5% (dicembre 2008) e forse sarà costretta ad effettuare ulteriori tagli se si confermeranno i rischi di deflazione. Ma la cura monetarista ha i suoi limiti quando la deflazione è provocata dal crollo dei consumi e degli investimenti, entrambi prigionieri della sfiducia sulle possibilità di ripresa a breve termine. Quando i consumatori si orientano verso stili di vita austeri, le imprese stentano ad impegnarsi in nuovi investimenti.

Sul fronte delle politiche economiche gli Stati sono scesi in campo mobilitando risorse pubbliche mirate al salvataggio del sistema bancario ed a garantire i risparmi delle famiglie, nella certezza che questo bastasse a superare il credit crunch alle imprese. Così non è stato, il mercato interbancario fatica a risollevarsi, langue l'offerta di credito alle imprese molto restie ad indebitarsi, le borse continuano a precipitare e l'economia reale non dà segni di reazione. Se per dar ossigeno alla domanda non è in discussione la necessità di alleggerimenti fiscali, tanto che la riunione dei G20 ha fatto proprio l'auspicio del direttore del Fondo Monetario, Dominique Strauss-Kahn, al coordinamento delle politiche fiscali (oltre a quelle monetarie), sono invece le altre misure di politica economica a destare le maggiori preoccupazioni. Non tanto perché non siano di per sé giuste, ma perché rischiano di essere inefficaci, ossia di non essere capaci di liberare il mercato del credito. Non è sufficiente infatti auspicare che il finanziamento di banche in difficoltà si traduca in un aumento delle attività creditizie per esser certi che aumenterà l'offerta di credito al sistema delle imprese. Non bastano le buone intenzioni; occorre piuttosto trovare il modo per legare il sostegno pubblico al

sistema bancario con le misure di politica economica innovative ed efficaci così da indurre le banche ad impiegare le nuove risorse in impieghi creditizi ed insieme incentivare le imprese a richiedere credito per finanziare gli investimenti. E' necessario, in altri termini, creare le condizioni affinché si realizzi in concreto l'incontro tra una maggiore offerta e una maggiore domanda di credito: una saldatura che va sollecitata con regole appropriate da includere negli interventi di politica economica. Occorre che ogni misura di spesa pubblica mirata al sostegno degli investimenti si articoli in meccanismi di aiuto fondati sul credito agevolato e non più sul contributo in conto capitale. Nelle misure di stimolo agli investimenti, il contributo pubblico deve rappresentare la leva per stimolare il ricorso al mercato creditizio per reperire le risorse necessarie all'investimento.

Ancorando le iniezioni di liquidità al sistema bancario con i nuovi aiuti agli investimenti, gli stimoli all'offerta troveranno adeguata rispondenza nella domanda di credito rimettendo quindi in modo il mercato creditizio e legittimando le misure di aiuto nel loro complesso. Analogamente è auspicabile un maggior ricorso alla spesa per opere pubbliche ricorrendo al meccanismo del project financing per attirare capitali privati e migliorare l'efficacia dei progetti.

Il noto liberale conservatore Joseph Schumpeter auspicava l'introduzione di regole virtuose per aiutare il capitalismo libertario alla "grande trasformazione" verso un sistema responsabile e capace di risvegliare l'etica nei comportamenti degli attori economici.

Oltre a badare alle politiche monetarie ed economiche, i governi dovranno necessariamente affrontare altri due ordini di problemi: come arginare il perpetuarsi di comportamenti speculativi e come migliorare il funzionamento dei mercati finanziari ricorrendo ad un insieme di regole virtuose, capaci di agire sui comportamenti dei diversi operatori senza scadere in eccessi burocratici.

In sintesi possiamo ricordare i principali interventi in atto dai Governi dei paesi occidentali, USA e UE in primis:

#### *Settore bancario:*

- eventuali interventi temporanei al capitale di banche in crisi;
- garanzia sui depositi;
- garanzia al mercato interbancario e possibilità di accordare alle banche centrali il ruolo di clearing house per sbloccare il mercato interbancario congelato dalla sfiducia reciproca delle banche;
- sostegno credito imprese per incentivare gli investimenti, utilizzando tutte le possibili leve per liberare il mercato creditizio, rafforzando i fondi di garanzia e i fondi rotativi per le agevolazioni creditizie.

#### *Mercati finanziari:*

- trasferimento della contrattazione di titoli derivati e di altri prodotti strutturati su borse valori;
- regolamentazione e eventuale revisioni delle contrattazioni aventi meri scopi speculativi;

- regolamentazione sulle Opa ostili: la questione è all'esame dell'organismo che raggruppa i mercati borsistici mondiali. La Consob italiana propone di ridurre la soglia per la comunicazione obbligatoria di Opa ostili all'1% per evitare scalate di imprese strategiche conseguenti al crollo dei valori azionari;
- revisione del ruolo della BCE affidandole anche compiti di gestione del ciclo economico, non solo di controllo dell'inflazione.

*Economia reale:*

- sostegno alla domanda interna tramite bonus e detassazioni al fine di ridurre la pressione fiscale sulle famiglie e recuperare la loro capacità di acquisto;
- sostegno alla domanda di credito per investimenti tramite meccanismi di aiuto orientati sulla concessione di crediti a tasso agevolato;
- sostegno al venture capital agevolato per rafforzare la struttura finanziaria delle piccole imprese;
- aumento della spesa pubblica per investimenti immediatamente cantierabili;
- maggiore flessibilità ai parametri di Maastricht per allentare i vincoli di bilancio
- sostegno agli investimenti con venture capital agevolato e detassazioni.

Infine, rivolgendo l'attenzione alle prospettive, l'attenzione si concentra sui Fondi di Ricchezza Sovrana, nuovi protagonisti sul mercato dei capitali e che potrebbero essere attratti ad investire sia sul mercato dei titoli di Stato, così da finanziarne l'indebitamento aggiuntivo cui sono costretti i paesi occidentali per far fronte alla crisi, sia sul mercato degli investimenti diretti. I nuovi fondi di ricchezza sovrana potranno contribuire alla ripresa dell'economia, alimentando flussi crescenti di investimenti verso i paesi industrializzati. I fondi sovrani sono cresciuti enormemente grazie alla crescita delle riserve valutarie accumulate da paesi emergenti e paesi esportatori di prodotti energetici. Dispongono di capitali propri valutati in 3.500 miliardi di dollari e proiettati verso i 12 mila miliardi nel 2012. I fondi sono di proprietà pubblica e hanno finora svolto il ruolo di investitori silenti di lungo periodo proprio perché interessati alla creazione di fonti di ricchezza alternative a quelle finora realizzate sul fronte commerciale. A fronte delle indiscutibili opportunità offerte dai fondi sovrani, crescono le preoccupazioni dei paesi occidentali sul rischio di acquisizioni in imprese operanti in settori strategici per l'interesse e la sicurezza nazionale da parte di Governi esteri che non brillano in termini di tutela dei diritti umani. Proprio per questo motivo i principali attori del sistema finanziario internazionale hanno cercato di trovare una soluzione unitaria, con il fine di creare un quadro normativo che soddisfi esigenza di libertà di movimento dei capitali e di trasparenza degli investitori esteri. Dopo una fase di crescita disordinata sul mercato dei capitali sembra prevalere oggi una tendenza all'adozione di codici volontari di condotta in pochi e condivisibili principi.

Queste recenti vicende rivelano i limiti degli attuali accordi internazionali. Bretton Woods che pur per 60 anni ha resistito a fluttuazioni monetarie, all'eliminazione della parità aurea e a diverse turbolenze finanziarie, è incapace di governare non più un sistema dollaro-centro ma uno dominato da altre aree monetarie (euro e yen), da valute tradizionali (sterlina, franco svizzero) e da nuove entry (valute dei paesi Bric). Si sente la necessità di un nuovo accordo che dalle valute si estenda al mercato dei capitali e ai

commerci, coinvolgendo i principali paesi emergenti e alcuni arabi. Il ritorno alle parità fisse è impensabile, ma si dovrà far chiarezza, perché se prevarranno i cambi flessibili, essi dovranno essere estesi a tutte le principali valute. Il riordino della finanza e del mercato dei capitali hanno necessità di principi etici ispirati alla trasparenza, non certo a spinte protezionistiche ormai sepolte dalla globalizzazione dei mercati.

L'economia mondiale continua a beneficiare degli effetti positivi dell'apertura dei mercati, conseguente più a fattori tecnologici (nuove opportunità offerte dalle tecnologie Ict) che dal progresso degli accordi sul libero commercio (stallo dei negoziati OMC). Nell'ultimo quinquennio gli scambi commerciali sono cresciuti notevolmente così come gli investimenti esteri, i quali hanno superato nel 2007 il livello record che avevano raggiunto nel 2000 prima dell'esplosione della bolla informatica. A spingere gli investimenti e specie le attività di fusione e acquisizione di imprese (M&A) sono i capitali provenienti dai nuovi paesi emergenti (non solo i paesi del gruppo Bric) e dai paesi petroliferi. Non è da trascurare il fatto che le conseguenze della crisi finanziaria potrebbero alimentare un ritorno al protezionismo sul mercato dei capitali per miopi obiettivi di tutela dell'identità nazionale.

Ma la combinazione tra i repentini e coordinati interventi di politica economica e finanziaria che i paesi occidentali si accingono a varare e le enormi opportunità offerte dall'economie orientali in termini di mercati di sbocco capitali e di nuove fonti di capitali freschi potranno attenuare le conseguenze della crisi finanziaria nel breve-medio periodo e far ripartire l'economia mondiale già nel prossimo anno. Per agevolare questa prospettiva occorre che si realizzi il programma di riorganizzazione del "governo mondiale" dei mercati, degli scambi, della moneta (Nuova Bretton Woods), così come è necessario che i singoli Stati affianchino al sostegno e salvaguardia del sistema bancario misure economiche per ridare ossigeno alla domanda interna e misure normative per eliminare gli eccessi della speculazione sui mercati borsistici e su quelli finanziari. Senza adeguate risposte, in termini di regole minime comuni, il rischio di protezionismo da parte dei paesi avanzati appare sempre più concreto.

In uno scenario che ha urgente bisogno di stabilizzazione e di innovare le regole di comportamento, l'afflusso di capitali esteri assume primaria importanza per far fronte alle necessità di ricapitalizzazione di banche, servizi e imprese di molti paesi occidentali, che mantengono una forte capacità di attrazione per la disponibilità di elevate conoscenze professionali, la dotazione di tecnologie avanzate e per il fatto di essere localizzate in sistemi economici ed istituzionali dotati di stabilità ed credibilità.

## Definizione, obiettivi e finalità dei Fondi Sovrani

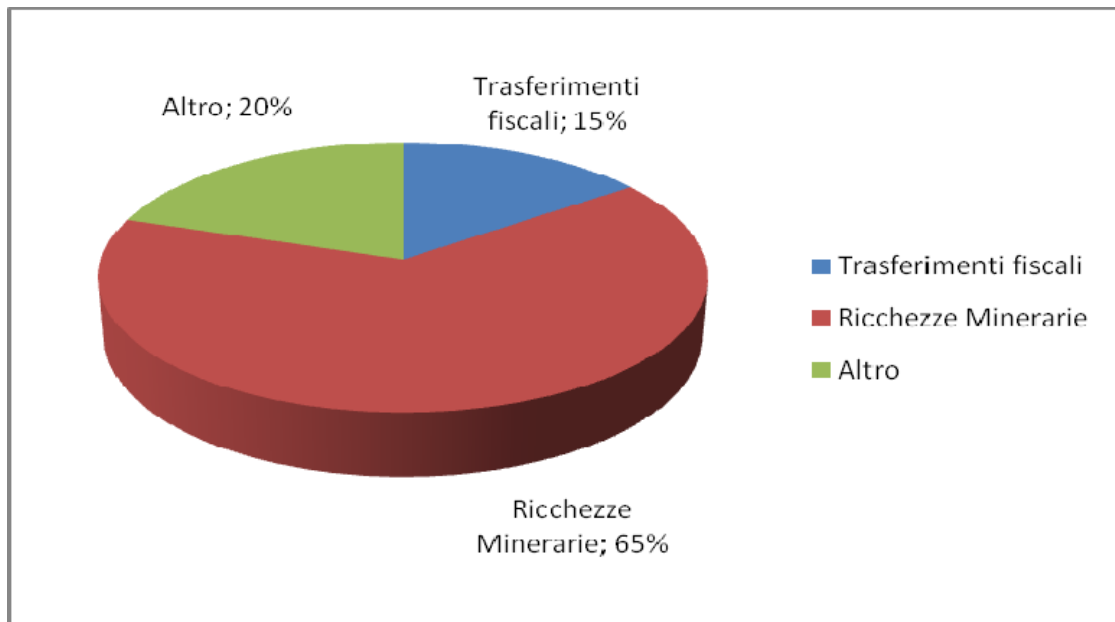
Non esiste in letteratura una definizione univocamente accettata per i Swf. Il FMI li qualifica come fondi di investimento gestiti dai Governi e dalle autorità governative, costituiti prevalentemente da attività non domestiche e gestiti separatamente dalle riserve ufficiali. In particolare, i Swf, o fondi di investimento statali, sono veicoli finanziari posseduti da Stati sovrani che detengono, gestiscono e amministrano fondi pubblici investendoli in un più ampio set di strumenti finanziari. Aggiungiamo due importanti caratteristiche che contraddistinguono il loro operato:

- I capitali traggono origine dalle riserve valutarie in eccesso e quindi non accrescono il debito pubblico del paese;
- Gli impieghi si spostano gradualmente da investimenti finanziari e obbligazionari (titoli di Stato) a più redditizi impieghi di M&A ed anche di investimenti diretti esteri (Ide).;
- L'ambito di interesse si rivolge in prevalenza ai mercati esteri, a quelli Occidentali per le indubbie attrattività in termini di tecnologie, conoscenze e sicurezza istituzionale e a paesi dotati di risorse naturali.

I fondi sovrani possono essere classificati in base alla provenienza delle attività che li costituiscono:

- *Fondi commodity*. Sono quelli più diffusi, in particolare in Medio Oriente, in Africa settentrionale, in Russia e in Nord America e sono costituiti dai rendimenti derivanti dalle esportazioni in materie prime (petrolio, gas, diamanti, rame) possedute o tassate dall'autorità delle *commodity*, che, istituiti inizialmente come fondi di stabilizzazione e sterilizzazione, hanno recentemente assunto una connotazione più marcata di fondi di risparmio.
- *Fondi non commodity*. Derivano principalmente da ampi avanzi di partite correnti, prodotte dalle politiche sul tasso di cambio o dai rendimenti di alcuni fondi, che, generando un "eccesso" di riserve ufficiali, consentono lo spostamento di parte di queste in fondi.

**Fig. 1- Risorse primarie dei Swf**



Fonte: IWG (International Working Group of SWF)

In base agli obiettivi i fondi sovrani possono essere classificati come:

- *Fondi di stabilizzazione*: lo scopo di tali fondi è la stabilizzazione del gettito fiscale, l'accantonamento di una riserva di valore a beneficio delle generazioni future e la sterilizzazione dei movimenti valutari derivanti dai saldi delle partite correnti.
- *Fondi di risparmio o intergenerazionali*: hanno lo scopo di conservare la ricchezza per le generazioni future attraverso *asset* che consentano di ridistribuire in maniera equa tra le generazioni il rendimento delle risorse (esauribili) di una nazione. I fondi di risparmio investono in un insieme di attività più ampio di quello che caratterizza i fondi di stabilizzazione, generalmente connotati da attività molto liquide e a basso rischio.

I Swf sono di fatto liberi di scegliere la tipologia di *asset* ritenuta più appropriata al perseguimento dei propri scopi. Il ventaglio a disposizione è quindi assai più ampio: titoli di debito pubblico o privato, *asset* immobiliari. Le attività di investimento internazionale dei Governi derivano, influenzano e possono essere influenzate dall'interazione con altre politiche economiche: la gestione del bilancio pubblico, il controllo dell'inflazione, dei flussi di capitale e del tasso di cambio.

Nella gestione delle proprie attività, i Swf presentano, da un lato, alcune differenze nelle regole, dall'altro molte similarità nei propri obiettivi con i gestori di fondi privati:

- I Swf non sono generalmente soggetti a regole rispetto alla tipologia o alla valuta estera in cui le attività di investimento sono denominate; da questo punto di vista, sembra esserci una maggiore similarità dei Swf con gli *Hedge Fund*, che non con i fondi di investimento o i fondi pensione.
- Diversamente dagli *Hedge Funds*, però, la componente meramente speculativa non rappresenta un elemento preponderante nei portafogli dei Swf.
- Diversamente dai fondi di private equity e dagli Hedge Funds dispongono di capitali propri posseduti e gestiti da agenzie governative e sono investitori di lungo periodo perseguendo obiettivi quali la stabilizzazione macroeconomica, il trasferimento inter-generazionale della ricchezza, la creazione di fonti di ricchezza alternative al petrolio (Truman, 2007).
- Diversamente dagli Hedge Funds, che sono entità tendenzialmente circoscritte al settore privato, i Swf sono di proprietà pubblica.
- In tema di trasparenza vi sono profonde differenze. Negli Hedge Funds la trasparenza riguarda principalmente il rapporto tra i fondi e i loro investitori, le loro controparti e i creditori, e tra controparti, creditori e regolatori. Esiste un codice volontario di best practice adottato da parte di gruppi del settore privato sia negli Stati Uniti sia in Europa. Tale codice di disciplina di mercato non si applica agli Swf che, come si è detto, sono entità circoscritte al settore pubblico che gestiscono fondi pubblici e per i quali la massimizzazione del profitto non è l'obiettivo principale.

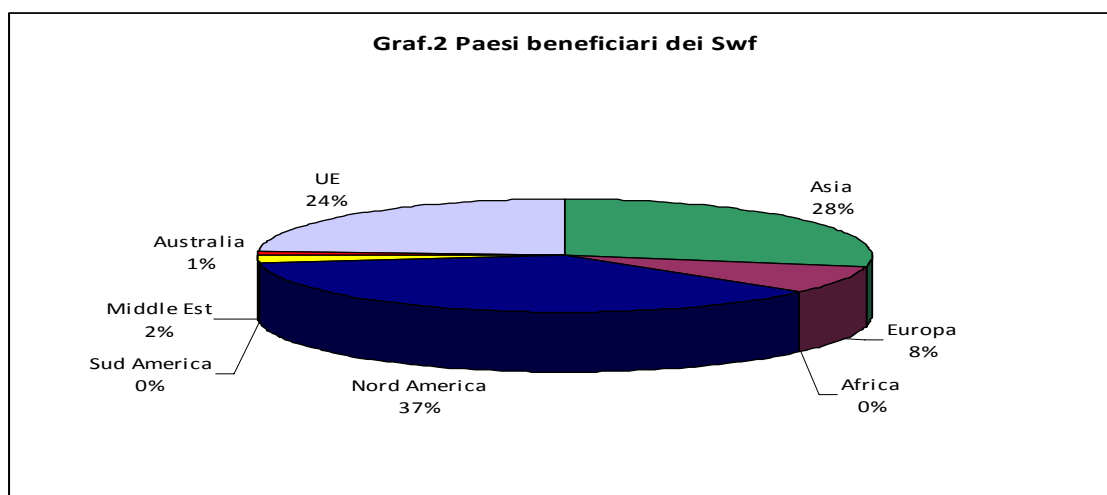
Gli Stati promotori di SWF hanno finalità diverse, quali:

- la stabilizzazione intertemporale rispetto alla volatilità delle quotazioni di mercato di alcune risorse chiave per un paese quali, ad esempio le commodity.
- la diversificazione del portafoglio nazionale, investendo internazionalmente e in un ampio spettro di attività;
- l'ottimizzazione del rischio-rendimento, attraverso il *management* del portafoglio costituito da risorse nazionali in eccesso;
- la trasparenza qualora la gestione e la rendicontazione del fondo venga fatta secondo *standard* internazionalmente riconosciuti e pubblicizzata.

## Evoluzione recente

I Swf si sono imposti recentemente sulla scena mondiale essenzialmente per l'enorme crescita dei loro patrimonio. Tuttavia il fenomeno risale agli anni '50. I primi due fondi ad essere costituiti sono stati il *Kuwait Investment Board (KIB)* e il *Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)*. Il primo è stato costituito nel 1953 con lo scopo di investire i proventi derivanti dalla vendita del petrolio ed è stato rimpiazzato nel 1965 dal *Kuwait Investment Office (KIO)* che attualmente gestisce una parte consistente del *Future Generation Fund* nel quale il Kuwait trasferisce il 10% annuo dei proventi della vendita del petrolio.

Sul mercato dei capitali sono attivi più di 40 fondi sovrani, con un patrimonio che si aggira sui 3,5 mila miliardi di dollari (più della metà delle riserve mondiali). I fondi più importanti per dimensione sono: l'Abu Dhabi Investment Authority (Emirati Arabi Uniti) e il Government of Singapore Investment Corporation, con attività che raggiungono rispettivamente 875 e 330 miliardi di dollari, seguiti dal fondo Government Pension Fund-Global norvegese con un ammontare di 308 miliardi di dollari e da quello cinese China Investment Company, costituito recentemente con attività pari a 200 miliardi di dollari. Secondo le stime di Merrill Lynch e Morgan Stanley raggiungeranno i 12 mila miliardi di dollari nel 2015<sup>1</sup> e rappresenteranno il 10% degli assets finanziari globali. Per dimensione oggi eguagliano le riserve in oro (che però non sono investite) e superano quella degli Hedge Funds, la cui dimensione raggiunge solo i 1,6 miliardi di dollari (fine maggio 2008)<sup>2</sup>. Per avere un'idea della dimensione del mercato dei capitali ricordiamo che i fondi pensione dispongono ad oggi di un patrimonio di 17,9 migliaia di miliardi<sup>3</sup>, mentre secondo le stime UNCTAD, pubblicate sul *World Investment Report 2008*, i fondi di private equity e del merchant banking raggiungono nel complesso 540 miliardi di dollari.



Fonte: Monitor SWF Transaction Database

<sup>1</sup> Peterson Institute, At Kerney

<sup>2</sup> Fonte: Mondo Hedge, luglio 2008

<sup>3</sup> Fonte: Deutsche Bank

**TAB.1- I PRINCIPALI FONDI SOVRANI**

Paese	Fondo	Ammontare (ml. dollari)	Anno	Fonte
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976	Oil
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	Non-commodity
Norway	Government Pension Fund - Global (GPF)	322	1990	Oil
Saudi Arabia	Various funds	300	NA	Oil
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	1953	Oil
China	China Investment Company Ltd.	200	2007	Non-commodity
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	1998	Non-commodity
Russia	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	2003	Oil
China	Central Huijin Investment Corp.	100	2003	Non-commodity
Singapore	Temasek Holdings	108	1974	Non-commodity
Australia	Australian Government Future Fund (AGFF)	50	2004	Non-commodity
Libya	Reserve Fund	50	NA	Oil
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	40	2000	Oil
United States	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	40	1976	Oil
Brunei	Brunei Investment Agency (BIA)	35	1983	Oil
Ireland	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	29	2001	Non-commodity
Algeria	Reserve Fund	25	NA	Oil
South Korea	Korea Investment Corporation (KIC)	20	2006	Non-commodity
Malaysia	Khazanah Nasional BHD (KNB)	18	1993	Non-commodity
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund (KNF)	18	2000	Oil, gas, metals
Canada	Alberta Heritage Fund (AHF)	17	1976	Oil
Taiwan	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	15	2000	Non-commodity
United States	New Mexico State Investment Office Trust Funds	15	1958	Non-commodity
Iran	Foreign Exchange Reserve Fund	15	1999	Oil
Nigeria	Excess Crude Account	11	2004	Oil
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	10	2003	Non-commodity
Oman	State General Stabilisation Fund (SGSF)	8.2	1980	Oil, gas
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	6.0	2007	Copper
Botswana	Pula Fund	4.7	1993	Diamonds et al.
United States	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	3.2	1974	Minerals
Norway	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	2.6	1986	Oil
Azerbaijan	State Oil Fund	1.5	1999	Oil
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	1.2	2005	Oil, gas
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM)	0.8	1998	Oil
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	0.6	1956	Phosphates
Chile	Chile Pension Reserves Fund	0.6	2007	Copper
Uganda	Poverty Action Fund	0.4	1998	Aid
Papua New Guinea	Mineral Resources Stabilization Fund (MRSF)	0.2	1974	Minerals
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.0	2006	Oil, gas
United Arab Emirates	Dubai Intern. Financial Centre Investments (DIFC)	NA	2002	Oil
Angola	Reserve Fund for Oil	NA	2007	Oil
China	State Foreign Exchange Investment Corporation (SFEIC)	200	2007e	Non-commodity
Russia	Future Generations Fund of the Russian Federation (SFRF)	32	2008e	Oil
Bolivia	(Establishment of SWF planned)	NA	2008e	Oil

**Totale (migliaia miliardi \$)**

**3.422**

Fonte: Deutsche Bank Research, 2008

È facile notare che i maggiori possessori di Swf sono Paesi in via di sviluppo o emergenti; quale la ragione?:

- In primo luogo, questi paesi hanno difficoltà ad assorbire in termini di investimenti e, indirettamente, di consumi e i forti surplus commerciali generati dalle esportazioni manifatturiere o di materie prime. Il risultato appare in larga parte dovuto alle inefficienze del settore finanziario, che non riesce a soddisfare le necessità finanziarie di famiglie e imprese, che vorrebbero indebitarsi più facilmente per investire e consumare maggiormente.
- In secondo luogo, è possibile che la produttività complessiva dei fattori di questi paesi non sia così elevata come ipotizzano i modelli neoclassici e che pertanto risulti efficiente investire parte dei loro attivi all'estero.
- Infine, la letteratura economica ha spesso sottolineato l'estrema volatilità dei capitali esteri che, a causa di una forte incertezza istituzionale, sono poco affidabili per la realizzazione di uno sviluppo sostenibile e duraturo. Molto meglio contare sul risparmio nazionale, vero motore della crescita, anche se temporaneamente investito all'estero.

E c'è da domandarsi perché vi sia stato uno sviluppo così rapido di questi fondi? La ragione principale sta nella decisione dei Governi interessati di impiegare al meglio le riserve valutarie accumulate e gli avanzi fiscali.

- In primo luogo sono stati strumenti difensivi dello Stato quando il mercato interno si è dimostrato incapace di assorbire gli investimenti, oppure come risorse cui attingere per costruire infrastrutture (come in Dubai). Su un punto concordano tutti gli esperti: ci troviamo di fronte ad un inedito ed epocale trasferimento di liquidità da Est a Ovest. Negli ultimi due anni, infatti, molte grandi banche occidentali hanno ricevuto da questi fondi aiuti che hanno contribuito a "stabilizzarle": Molti governi però, sostenuti spesso dall'opinione pubblica, sono a disagio nei confronti di queste "invasioni straniere" che potrebbero condizionare scelte e comportamenti di società strategiche per i paesi destinatari. Proprio per questo è necessario comprendere il modo di agire di questi strumenti di investimento e cooperare al meglio con chi li gestisce.
- In secondo luogo va ricordato che il rallentamento del ciclo economico nei paesi industrializzati, aggravato dall'imponente crisi finanziaria ha favorito la proliferazione dei Swf, come strumento per:
  - cogliere al meglio le opportunità di investimento nel mercato globale;
  - utilizzare le riserve valutarie in eccesso rispetto alle esigenze macroeconomiche;
  - favorire l'accesso sul mercato dei capitali delle nuove potenze emergenti attraverso operazioni di M&A e anche di investimenti diretti.

## Acquisizioni recenti

I Swf impiegano la loro liquidità :

1. *acquistando azioni, titoli di Stato o obbligazioni;*
2. *realizzando operazioni di M&A;*
3. *promuovendo investimenti diretti esteri.*

1. Per quanto riguarda il primo punto, i fondi sovrani asiatici e del Medio Oriente in pochi mesi hanno acquistato quote di banche europee e americane (Merrill Lynch, Barclays, Ubs, Credit Suisse, Citigroup e Deutsche Bank fino all'ultimo raid su Unicredit), ma anche colossi dell'energia (con l'acquisto di azioni del colosso transalpino Total) e simboli di Wall Street come General Electric e Blackstone. Il Governo di Abu Dhabi, attraverso Adia, a fine novembre del 2007 ha investito 7,5 miliardi di dollari in Citigroup (scesa a Wall Street in un anno del 66%), rilevando una quota del 4,9% di capitale attraverso speciali "equity units" convertibili in azioni ordinarie. La China Development Bank e il fondo Temasek di Singapore hanno accresciuto la loro quota di partecipazione nella Barclays Bank, e ad agosto al termine della ricapitalizzazione è entrata anche la Qatar Investment Authority. Tuttavia il collocamento era avvenuto a 282 pence, mentre i titoli sono tutti coinvolti nella caduta delle borse valori. E non sono finora state un grande affare le quote comprate dai fondi sovrani cinesi in Bearn Steans, Morgan Stanley fino alla quota rilevata nel colosso finanziario Blackstone. Si sono salvati con fortuna nell'investimento in Merrill Lynch Temasek il fondo sovrano di Singapore con più di 100 miliardi di dollari di asset e la Korea Investment Corporation. Se non fosse arrivata l'offerta di Bank of America (a ben 29 dollari per azione) il fondo asiatico avrebbe potuto accusare un passivo sul 14% di azioni Merrill Lynch acquistato in fasi successive: pacchetto attualmente con un prezzo di carico, secondo le elaborazioni di Bloomberg, a 23,11 dollari ad azione.

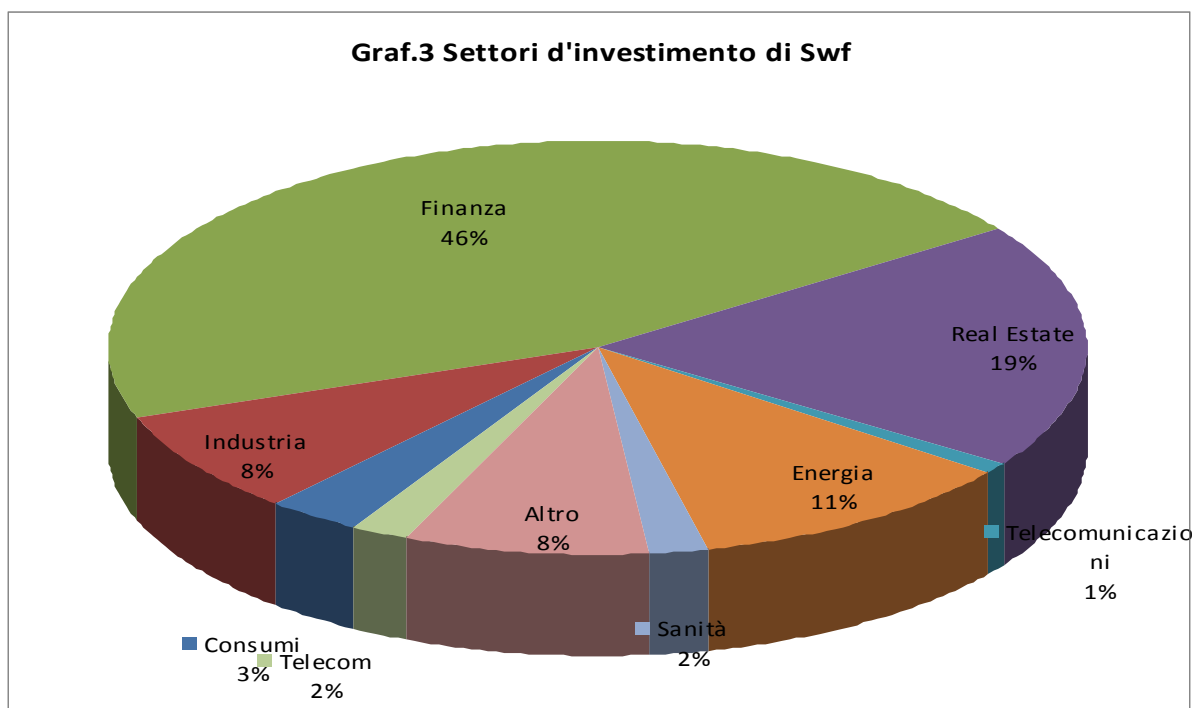
La maggior parte degli investimenti dei Swf sono destinati a compagnie settoriali private o ad aziende che operano nel settore del credito; solo il Kwait Investment Authority (Kwait) e il Government Pension Fund (Norvegia) hanno recentemente investito anche in azioni e titoli di Stato, di Banche e Assicurazioni.

2. Per parecchi governi le cui strategie di investimento, in parte determinate dalla larghissima accumulazione di riserve valutarie, non possono limitarsi ad investimenti obbligazionari a bassi rendimenti, gli Swf sono senza dubbio diventati lo strumento preferito. Le loro strategie di investimento hanno in comune la preferenza per strumenti dai rendimenti medio-alti e operazioni di M&A, che variano considerevolmente da fondo a fondo in termini di scelte di portafoglio e stile di gestione. In alcuni casi il fondo sovrano può

acquisire una quota limitata in un'azienda e tale limite è normalmente stabilito dal governo o, come nel caso del fondo norvegese, dal Parlamento. Per esempio, per il fondo norvegese il limite all'acquisizione di quote societarie è del 5 per cento. Tale norma di fatto limita il ruolo del fondo a investitore di portafoglio, vale a dire senza alcuna influenza sulla gestione dell'azienda. Altre norme limitano gli investimenti del fondo per area geografica o impongono investimenti in obbligazioni con un credit rating superiore ad un determinato valore minimo. In altri casi, come per esempio il fondo russo di stabilizzazione (Russian Stabilisation Fund), gli Swf sono limitati nell'ammontare di investimenti in divisa.

Le operazioni di M&A dei Swf interessano settori e aziende strategiche di un qualsiasi Paese in settori quali:

- banche;
- moda-lusso;
- real estate;
- alberghi;
- settore immobiliare;
- telecomunicazioni;
- compagnie portuali;
- industrie automobilistiche.



Fonte: Monitor SWF Transaction Database

3. Per quanto riguarda gli Ide, un numero relativamente elevato di Swf è coinvolto nell'acquisizione di quote di maggioranza in società quotate. Un esempio è Temasek di Singapore, che peraltro in seguito alle reazioni suscitate dall'acquisizione di società "strategiche" in paesi limitrofi, in particolare in Thailandia, sembra comunque essersi orientato verso investimenti di minoranza. Anche alcuni fondi della regione del Golfo Persico seguono strategie attive di acquisizione. Un esempio spesso citato è quello del Qatar Investment Authority i cui investimenti nella catena britannica di supermercati Sainsbury e in un paio di mercati azionari in Europa sono stati oggetto di un animato dibattito nel 2007.

<b>Tab. 2 - Le principali 10 acquisizioni dei Swf nel 2007-08</b>			
<b>Data</b>	<b>Partecipazione (paese)</b>	<b>Swf acquirente</b>	<b>mld dollari</b>
1 marzo	STATS ChipPAC 48,2%(Singapore)	Temasek Holdings	1,7
7 marzo	Standard Chartered/3,745(UK)	Temasek Holdings	1,4
21 maggio	Blackstone / 10% (USA)	China Investment	3,0
23 luglio	Barclays /1,77%(UK)	Temasek Holdings	2,0
20 sett.	London Stock Exchange /20%(UK)	Quatar Inv.Authority	1,3
29 sett.	Mgm	Istithmar di Dubai	
30 ottobre	Och-Ziff Capital Management / 9,9%(USA)	Dubai International Capital	1,3
2 nov.	Almatis (Germania)	Dubai International Capital	1,2
6 nov.	Alliance Medical(UK)	Dubai International Capital	1,3
7 nov.	China Everbright Bank 70,92%(Cina)	China Investment	2,7
27 nov.	Citygroup /4,9% (USA)	Abu Dhabi Investment Authority	7,5
dic. 07	Merril Lynch (9,4%)	Temasek Holding	4,9
2008	Morgan Stanley	Abu Dhabi Investment Authority	2,0*
2008	Ubs	Abu Dhabi Investment Authority	5,0*
2008	Merrill Lynch (4,6%, totale 14%)	Temasek Holding	2,5
* stime			
fonti:Wall Street Journal,28 novembre 2007, Il Sole 24 Ore			

### **Investimenti dei fondi sovrani in Italia.**

In Italia, per ora, hanno ancora un peso ridotto. A Piazza Affari contano, infatti con un risicato 0,3% che vale 1,5 miliardi di capitalizzazione e partecipazioni in Unicredit e nella Juventus (dove è presente la Lafico) e in Mediaset (dove c'è il fondo sovrano di Abu Dhabi, 2,04% ); da citare il recente raid della Banca di Libia e della Lybian Investment Authority che hanno rilevato sul mercato nelle ultime settimane il 4,23% di Unicredit, diventando così il secondo azionista.

Il Swf più attivo in Italia è stato proprio il braccio finanziario del governo di Tripoli, la Lafico (Lybian Arab Foreign Investment Company) che ha investito nel corso degli ultimi quindici anni su Fiat, Capitalia, Juventus (di cui hanno tuttora il 7,8% per un valore di 11 milioni) e Olcese. Recentemente Lafico è entrata come principale azionista anche in Retelit, società italiana di dorsali per le telecomunicazioni. Se si guarda invece ad Abu Dhabi Investment Authority, cassaforte con attivi stimati a 875 miliardi di dollari, che alla fine degli anni 90 era entrata anche in Bulgari e nella Banca Popolare Commercio e Industria, ha il 2,04% di Mediaset che vale ai prezzi attuali un centinaio di milioni di euro, nella Ferrari ha il 4,2 %, in Piaggio Aereo il 7,5%.

In realtà fino a questo momento i fondi sovrani hanno preso di mira il Belpaese soltanto per due tipi di investimenti: moda-lusso e real estate. Non è un caso che le indiscrezioni di mercato di queste ultime settimane indichino le attenzioni di alcuni fondi sovrani per il dossier di alcune note griffe e per progetti di sviluppo nel settore immobiliare. È il caso di:

- Prada, la maison guidata da Patrizio Bertelli che dopo la momentanea archiviazione del progetto di Ipo a Piazza Affari potrebbe prendere in considerazione l'ingresso di un socio di minoranza con circa il 20% del capitale. E per l'ingresso in Prada ci potrebbe essere la fila tra i fondi sovrani.
- E un altro dossier che piace ai fondi sovrani è quello di Ferretti, brand italiano degli yacht di lusso.
- Se si guarda all'immobiliare è invece ormai da diversi mesi che sta procedendo, tra tira e molla, la trattativa tra il fondo Limitless di Dubai e la Risanamento di Luigi Zunino per acquistare i progetti di sviluppo di Sesto San Giovanni-area Falck e quello di Santa Giulia. Per ora soltanto dossier singoli, anche se il raid su Unicredit di Lafico potrebbe creare un effetto domino anche su altri grandi gruppi italiani, come Telecom Italia ed Eni. La quota di capitale Eni di cui sono in possesso i fondi sovrani libici, che in questo momento si aggira sullo 0,7%, dovrebbe essere aumentata nei prossimi giorni fino a sfiorare il 2%, la soglia che fa scattare l'obbligo della comunicazione alla Consob.

L'Italia è entrata (da poco) nella sfera di interesse dell'organismo statale del paese del Golfo dove confluisce buona parte del surplus petrolifero destinato ad essere investito

nel mondo (ad oggi può contare su un patrimonio di quasi 900 miliardi di dollari); infatti il fondo sovrano Abu Dhabi ha recentemente espresso l'intenzione di investire sull'economia italiana. Il ministro degli Esteri, Franco Frattini, perciò, ha annunciato un prossimo incontro tra il Comitato strategico per l'interesse nazionale in economia e una delegazione di Adia, con l'intento di tenere alla larga gli investimenti in settori sensibili, come l'energia, la difesa e le telecomunicazioni.

**Tab. 4 - Recenti acquisizioni dei fondi sovrani in Italia, 2008**

Fondo Sovrano	Aziende	milioni di dollari oppure in %
NBC (Arabia Saudita)	Unicredit-Banca di Roma	(1%)
Brunei Invest. Authority (Brunei)	Hotel Principe di Savoia (Milano)	Nd
Mubadala (Singapore)	Sintonia S A Porti di Genova e Venezia	(14,3%) 1.537
Mubadala (Emirati Arabi Uniti)	Ferrari Spa Piaggio Aereo industries Poltrone Frau	nd 137 nd
Dubai Holding	Aeffe Spa	(49%)
Abu Dhabi	Mediaset Spa Banca di Roma	(2%) (2,2)
Kwait Investment Authority (Kwait)	azioni e titoli di Stato	2.700
Government Pension Fund (Norvegia)	Titoli bancari e di assicurazioni	Nd
Libyan Arab Foreign Invest. (Libia)	Unicredit- Banca di Roma	(5%)

Fonte: Sole 24Ore, 2008

## Impatti macroeconomici

L'impatto macroeconomico riguarda gli stessi paesi di origine dei Swf:

- Rendono più agevole il risparmio e il trasferimento intergenerazionale dei rendimenti ottenuti da risorse rinnovabili.
- Aiutano ad attenuare il surriscaldamento di economie in eccessiva crescita che nascondono rischi inflattivi.
- Contribuiscono a compensare i Paesi nel caso di forti cambiamenti nei prezzi all'export di commodities.
- Contribuiscono alla diversificazione dei portafogli;
- Concentrano l'attenzione sui rendimenti realizzabili sul mercato dei capitali, riducendo o eliminando i costi-opportunità associati ai pacchetti azionari delle riserve.

Per economie con abbondante valuta di riserva, una più grande e prudente diversificazione riflette una sana e responsabile gestione delle attività. Dal punto di vista del mercato finanziario internazionale Swf possono:

- facilitare un'allocazione più efficiente dei surplus provenienti dall'export di commodity;
- migliorare la liquidità del mercato, considerando al tempo stesso le tensioni finanziarie globali.

I Paesi beneficiari dei capitali provenienti da questi fondi traggono vantaggio:

- dalla forza stabilizzante dei Swf nei confronti del sistema bancario globale attraverso i capitali immessi nel sistema e in particolare dalla ricapitalizzazione di imprese in crisi di liquidità. L'attuale situazione finanziaria ha messo in evidenza tutti i benefici potenziali dei Swf. La carenza di liquidità ha aumentato le pressioni sul capitale di riserva delle istituzioni bancarie e finanziarie, le quali hanno ricapitalizzato grazie ai Swf.
- della forza e dalla stabilità dell'euro; beneficio questo legato esclusivamente all'Europa: infatti data la tendenza verso la vasta gamma di investimenti i Swf potrebbero comunque sostenere il ruolo dell'euro oltre il medio periodo. Le riserve valutarie estere sono destinate attività liquide e sicure denominate a favore della valuta con il tasso di cambio estero più basso, come nel caso del dollaro. I Swf hanno più libertà di scegliere le modalità d'investimento e questo potrebbe significare un numero maggiore di attività in euro rispetto a quello che oggi sono destinate alle riserve valutarie. Un aumento delle transazioni in euro aumenterebbe i benefici, un'improvvisa inversione di marcia potrebbe innescare una sgradita pressione a rialzo sull'euro, sicuramente da evitare. Nonostante il riconoscimento dei benefici dei Swf (basti ricordare che alcune aziende

sono state risollevate dai paesi che hanno beneficiato dei Swf) per l'economie di questi Stati hanno causato dei problemi.

I costi provocati a livello macroeconomico dall'aumento dei Swf riguardano:

- lo squilibrio del conto corrente economico internazionale, che ha origine da una cattiva gestione della politica del tasso di cambio di alcune economie in surplus.
- le finalità, che in alcuni casi sono poche chiare, infatti c'è preoccupazione che in alcuni settori i Swf possano essere emessi non per massimizzare i rendimenti, ma per tutt'altri scopi.

## Principi regolatori dei Swf e le posizioni dei Paesi Occidentali

I paesi destinatari hanno sottolineato il fatto che i Swf dovrebbero basare le loro decisioni d'investimento rigorosamente su obiettivi macroeconomici e dovrebbero concentrarsi sul settore privato. Per tale ragione alcuni Paesi hanno richiesto:

- *Transparency*, con lo scopo di avere una visione standard del valore degli asset da dirigere, delle strategie, degli obiettivi di allocazione e diversificazione dei portafogli, del sistema associato al rischio di gestione e di controllo. I principi dell'International Working Group del FMI, infatti, dovrebbero tutelare questi settori, tenendo conto delle esigenze dei diversi Paesi.
- *Accountability*, con lo scopo di limitare le azioni troppo speculative.
- *Reciprocity*, cioè garantire l'apertura dei mercati dei paesi di origine dei fondi sovrani.

I criteri cui dovrebbero ispirarsi i fondi sovrani devono essere quattro (principi di Santiago):

- 1) mantenere sia un sistema finanziario globale stabile sia il libero flusso dei capitali e degli investimenti;
- 2) rispettare tutte le normative e i requisiti di pubblicazione delle informazioni nei Paesi d'investimento;
- 3) investire sulla base di considerazioni economiche e finanziarie, basate su rischio e rendimento;
- 4) mettere in atto una struttura di governance adeguata a fornire controlli operativi, gestione del rischio e accountability.

I critici ai principi di Santiago hanno osservato che sono ancora insufficienti sul fronte della trasparenza. Per esempio, ai fondi non è neppure richiesto di pubblicare le dimensioni delle attività in gestione. Secondo Murray, non si tratta di una questione decisiva per creare fiducia nei fondi sovrani, che riguardano invece il chiarimento dell'allocazione strategica, i benchmark e la politica d'investimento.

Paesi con un approccio più liberale come gli Stati Uniti ed il Regno Unito, delegherebbero alle istituzioni internazionali, come FMI o la Banca Mondiale il compito di abbozzare regole governative sulla gestione e trasparenza dei Swf. Paesi più interventisti (come Germania e Francia) auspicano l'introduzione di un sistema basato su golden share o soglie massime di acquisizione per impedire che settori strategici e società cadano nelle mani dei Swf.

L'Italia dovrebbe appoggiare l'esigenza di una maggiore trasparenza e responsabilità nel mettere in atto scelte di investimento più chiare, ponendo attenzione ai settori strategici (infrastrutture, energia, servizi di utilità). L'interesse italiano ha recentemente trovato una conferma con la proposta

presentata dal Ministro dell'Economia del Governo italiano, Giulio Tremonti, al Consiglio di Ecofin, per cambiare la European Investment Bank in un fondo sovrano in grado di finanziare i grandi progetti infrastrutturali. L'indicazione data davanti al parlamento europeo dal presidente di turno dell'UE, Nicolas Sarkozy, in base all'esperienza maturata in queste ultime settimane davanti alla crisi finanziaria, è quella di creare un governo europeo dell'Economia e questo deve essere rappresentato dalla riunione dei leader dei paesi che compongono l'Eurogruppo ed anche un fondo sovrano che però si alimenta al debito pubblico.

L'attuale crisi finanziaria internazionale ha mutato l'atteggiamento nei confronti dei Swf che sono oggi visti come unico strumento finanziario in grado di aiutare l'economia europea.

## **Conclusioni.**

Certamente l'irruzione degli Swf sulla scena internazionale rappresenta un cambio fondamentale e strutturale per il sistema finanziario internazionale. Avviene in un momento particolare, in cui il pensiero ottimista sull'evolversi della globalizzazione, la più grande innovazione dell'inizio del secolo, sembra lasciar spazio a un grande scetticismo sulle capacità nel creare benessere per tutti. Di fronte ad una situazione così complessa, coloro per cui ogni forma di regolamentazione va considerata alla stregua di un'offesa all'efficienza dei mercati suggeriscono un approccio di *laisser-faire*. È vero che a volte utilizzare il concetto di regole della globalizzazione rischia di solleticare gli appetiti più protezionistici. Ma non intervenire rischia di disorientare l'opinione pubblica e offrire il destro a politici populistici e protezionisti. Oltretutto, intervenire non vuol dire necessariamente creare nuove regole - come sottolineato dal Segretario Generale dell'OCSE - sarebbe sufficiente applicare quelle esistenti. Questi principi si basano sull'accettazione del fatto che gli Swf possano accumulare investimenti. Tuttavia le politiche macroeconomiche che permettono agli Swf tale accumulazione dovrebbero essere costantemente monitorate per verificare se anch'esse rimangono valide sia per i paesi con Swf sia per il sistema finanziario internazionale.

Un sistema di regole per i fondi sovrani non potrà che essere implementato tramite consenso e quindi dovrà rappresentare un "ragionevole compromesso" fra le diverse parti in causa. Gli stessi paesi che gestiscono i fondi sovrani sono reticenti a discutere misure che possano erodere la propria (per l'appunto) sovranità - anche se non potranno che riconoscere il proprio interesse a salvaguardare l'apertura dei mercati internazionali e la stabilità di quelli finanziari in particolare.

## Bibliografia

- BCE,(2007) “ *Rapporto Annuale*”.
- Bortolotti B, Fotak V., Megginson W. (2008), “*The Fiancial Impact of Sovereign Wealth Fund Investment in Listed Companies*”.
- Commissione Europea (2008), “*Proposte della Commissione al Consiglio europeo sui fondi sovrani e sulla stabilità finanziaria*”, Bruxelles, 27 febbraio.
- Commissione Europea (2008), “*A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, Bruxelles
- Comitato Economico e Sociale Europeo (2006), “*Analisi settoriale delle delocalizzazioni: quadro fattuale di riferimento*”, Bruxelles.
- Deutsche Bank (2007), “*Sovereign Wealth Funds State investments on the rise*”, Deutsche Bank Research, 10 settembre.
- Deutsche Bank (2008), “*How to spent it Commodity and non-commodity Sovereign Wealth Funds*”, Deutsche Bank Research, 18 giugno.
- Lyons G. (2007), “*State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds*”, Head of Global Research at Standard Chartered, 13 novembre.
- Gieve. J (2008), “*Sovereign Wealth Funds: their growth and policy implications*, Bank of England.
- Helpman E., P.R. Krugman (1985), “*Market Structure and Foreign Trade*”, Cambridge.
- Helpman E. (1984), “*A Simple Theory of Trade with Multinational Corporations*”, Journal of Political Economy, vol. 92, p. 451-471.
- ICE (2006), “*Analisi quantitativa della globalizzazione: strumenti informativi, loro lacune e prospettive di integrazione tra diverse fonti e tipologie di dati*”,
- IMF (2008), “*Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*”, prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departements in collaboration wiyh other departments, approved by Mark Allen and Jaime Caruana, Washington DC.
- IMF (2007), “*The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom*”, Fiscal Affairs Department, Washington DC.
- IMF (2007), “*Global Financial Stability Report*”, World Economic and Financial Surveys, Washington DC.
- ISAE (2007), “*Ruolo e prospettive dei fondi sovrani*”, Nota mensile ISAE, Roma.
- Goldstein I., Razin A., Tong H. (2008), “*Liquidity, institutional quality and the composition of international equity outflows*”, Nber Working Paper.

- IWG (2008), *“Sovereign Wealth Funds Current Institutional and Operational Practices”*, prepared by the IWG Secretariat in collaboration with the members of the IWG, 15 settembre.
- IWG (2008), *“Statement by the European Commissioner on the Santiago Principles”*  
 Press Release No. 08/08, 11 ottobre.
- J.P. Morgan, (2008) *“How will the crisis change markets”*, Asset Allocation and Alternative Investments JP Morgan Research, 14 aprile.
- JP Morgan, (2007) *“Guide to Sovereign Wealth Funds”*, JP Morgan Research,
- JP Morgan (2008), *“Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer”*, JP Morgan Research, 22 maggio.
- Jen S. (2008), *“Four Fall-Lines for the Dominos”*, Morgan Stanley Research, 13 marzo.
- Jen S, (2008), *“Still on Intervention Watch, but Time Not Yet Ripe”*, Morgan Stanley Research, 13 marzo.
- Jen S. (2008), *“Spending SWF Money”*, Morgan Stanley Research, 27 marzo.
- Jen S. (2008), *“A Sibling Rivalry: Central Banks versus SWF”*, Morgan Stanley Research, 17 aprile.
- Jen S., Bindelli L. (2008), *“The Rise and Fall of Intra-EMU Diversification”*, Morgan Stanley Research, 13 aprile.
- Jen S. L., Bindelli L., St-Arnaud C. (2008), *“The Dollar Smile and the Fall Lines of Dominos”*, Morgan Stanley Research, 3 aprile.
- Jen S. L. (2008), *“Sovereign Wealth Fund”*, Morgan Stanley Research, 3 marzo.
- Jen S. L., Bindelli L. (2008) *“The Rise and Fall of Intra-EMU Diversification”*, Morgan Stanley Research, 10 aprile.
- Jen S. L., Bindelli L. (2008), *“Why Is the EUR So Strong: A New Hypothesis”*, Morgan Stanley Research, 3 aprile.
- Jen S., Bindelli L. (2008), *“Why is the EUR So Strong: A New Hypothesis”*.
- Jen S. (2008), *“Currency Interventions and Relative Monetary Policy”*, Morgan Stanley Research, 19 marzo.
- Jen S., (2008) *“How Big Could Be by 2015?”*, Morgan Stanley Research, 4 maggio.  
 Mondo Hedge, Anno 7, numero 67, luglio 2008
- OECD (2008), *“OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient country Policies”*, Meeting of the Council at Ministerial Level, 5 giugno.
- OECD (2008), *“Sovereign Wealth Funds and Recipient country Policies”*, Meeting of the Council at Ministerial Level, 5 giugno.

- Park D.Y. (2007), *"Spending Reserves on Domestic Projects: Macroeconomic Implications"*, Asian Development Bank
- Pazarbaşıoğlu C., Goswami M., Ree J. (2007), *"The Changing Face of Investors"*
- Pasca di Magliano R. (2008) , *"Fondi sovrani: opportunità o preoccupazioni"*, Roma.
- Pasca di Magliano R., Billi A., (2008) *"I Fondi di Ricchezza Sovrana tra Crisi Finanziarie ed Esigenze di Governance"*, Roma.
- Prasad E. S., Raghuram G. R., Subramanian A., (2007) *"Foreign capital and economic growth"*, National Bureau of Economic Research, Nber Working Paper Series Cambridge.
- Rietveld M. (2008), *"New Perspectives on Sovereign Asset Management"*, Central Banking Publications.
- Rietveld M. (2008), *"Sovereign Investors: new trend and challenges"*, Central Banking Publication.
- Santiso J. (2008), *"The emergence of sovereign development funds"*, OECD Development Centre.
- Santiso J. (2008), *"Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations"*, OECD Emerging Markets Network Working Paper.
- Setser B., (2007), *"Understanding the New Financial Superpower –The Management of GCC Official Foreign Assets"*, Council on Foreign Relations<sup>1</sup>, former RGE Monitor.
- Truman E. M., Fellow S. (2008), *"Background Material on Scoreboard for Sovereign Wealth Funds"*, Peterson Institute for International Economics.
- Thought Q2 (2006), *"Meeting the Challenge of a DynamicMarket: Hedge Fund Services"*.
- UNCTAD (2007), *"World Investment Reporter 2007, Transitional Corporation, Extractive Industries and Development, United Nations, New York and Geneva.*
- UNCTAD (2008), *"World Investment Reporter 2008, Transitional Corporation and the Infrastructure Challenge"*, United Nations, New York and Geneva.
- Warnock F. E., Warnock V. C. (2006), *"Intenational Capital Flows and US Interest Rate"*, National Bureau of Economic Research, Nber Working Paper Series, Cambridge
- Weiss M. A. (2008), *"The American response to the emergence of sovereign investment"*, International Trade and Finance, Congressional Research Services.
- Warnock C. V. (2006), *"National Bureau of Economic Research, Cambridge.*
- Willem H. Buiter, (2007) *"Lessons from the 2007 financial crisis"*, Dicembre.
- World Economic and Financial Surveys (2008), *"Global Financial stability report"*, Washington.