



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani
e la crisi globale

di Alessio Ciarlone e Valeria Miceli

Aprile 2013

Numero

156



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani
e la crisi globale

di Alessio Ciarlone e Valeria Miceli

Numero 156 – Aprile 2013

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

LE STRATEGIE DI PORTAFOGLIO DEI FONDI DI RICCHEZZA SOVRANI E LA CRISI GLOBALE

di Alessio Ciarlone * e Valeria Miceli **

Sommario

Il lavoro analizza le dinamiche di investimento dei fondi sovrani per paese e per settore nell'arco dell'ultimo ventennio. Il patrimonio gestito dai fondi sovrani è passato da 500 miliardi di dollari nel 1995 a 4,7 trilioni a fine 2011. Sulla base di un dataset specificamente creato, relativo a 2.740 transazioni nel comparto azionario realizzate da 29 fondi sovrani nel periodo 1990-2010 per un totale di 565 miliardi di dollari di acquisizioni e 191 miliardi di dollari di dismissioni, si analizza l'allocazione settoriale e geografica degli investimenti dei fondi sovrani e l'impatto della crisi globale. Dall'analisi emerge che i paesi avanzati sono e rimangono, anche a seguito della crisi, la meta principale degli investimenti dei fondi sovrani. Il settore favorito è quello finanziario anche se, in seguito alla crisi, è cresciuto l'interesse verso altri settori tra cui quello energetico e delle materie prime. Nel complesso la crisi finanziaria ha avuto un impatto sull'attività di investimento dei fondi sovrani, inferiore tuttavia rispetto a quello su altre importanti tipologie di investitori.

Classificazione JEL: F21, G15, G34, G38

Parole chiave: fondi di ricchezza sovrani, flussi di capitale, investitori istituzionali.

Indice

1. Introduzione e principali conclusioni	5
2. Definizione e caratteristiche principali dei fondi di ricchezza sovrani.....	7
3. Le ragioni della crescita del fenomeno osservata nell'ultimo decennio.....	11
4. Problematiche legate all'operatività dei fondi sovrani	12
5. L'allocazione di portafoglio dei fondi sovrani: aspetti generali.....	16
6. L'investimento azionario: principali caratteristiche	18
7. Il comportamento dei fondi sovrani sui mercati azionari dopo la crisi finanziaria	25
Appendice I – I fondi sovrani esistenti.....	32
Appendice II – Costruzione del dataset proprietario.....	36
Appendice III – I fondi sovrani rappresentati nel campione	37
Appendice IV – Ripartizione settoriale degli investimenti dei fondi sovrani	38
Riferimenti bibliografici.....	39

* Banca d'Italia, Area Ricerca Economica e Relazioni Internazionali.

** Professore Aggregato, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.

1. Introduzione e principali conclusioni

I fondi di ricchezza sovrani (fondi sovrani) sono rapidamente cresciuti di importanza nel corso dell'ultimo ventennio: il patrimonio da loro gestito è aumentato dai 500 miliardi di dollari nel 1995 ai 4,7 trilioni stimati per il 2011 (pari a circa il 7 per cento del PIL mondiale e il 3 per cento del valore dello stock complessivo di attività finanziarie) e, secondo alcune stime, potrebbe raggiungere i 10 trilioni tra il 2015 e il 2016. Il numero di fondi sovrani è passato dai 22 della fine degli anni '90 ai 59 del 2011.

L'interesse per questi attori non deriva solo dalla dimensione delle risorse detenute, ma anche dalle strategie perseguite e dai possibili effetti sui mercati finanziari: questioni rese ancora più complesse dalla scarsa trasparenza di molti di essi e dalla probabile commistione di logiche di mercato con intenti di carattere più prettamente politico. La crescente letteratura sul tema ha cercato di valutare gli effetti degli investimenti dei fondi sovrani sui mercati finanziari utilizzando un approccio sia microeconomico sia di più ampio respiro: pur riscontrando indubbe peculiarità nel loro comportamento, gli studi in materia non hanno tuttavia rilevato effetti destabilizzanti sui mercati.

L'universo dei fondi sovrani non è omogeneo: una prima classificazione orientativa è quella basata sulla provenienza delle risorse gestite e sugli obiettivi istituzionali. La sorgente prevalente della loro ricchezza è l'avanzo delle partite correnti dei rispettivi paesi, sovente legato alle esportazioni di materie prime (quasi il 60 per cento della loro ricchezza deriva, infatti, da surplus di materie prime, soprattutto energetiche). L'orizzonte degli investimenti è tipicamente lungo, poiché prevale la finalità di ridistribuire ricchezza alle generazioni future. Il fenomeno è particolarmente rilevante in Asia (soprattutto Cina, Singapore), regione che annovera più del 40 per cento del totale degli attivi dei fondi sovrani, e nelle economie esportatrici di petrolio del Medio Oriente (Arabia Saudita, Emirati Arabi, Kuwait e Qatar), i cui fondi sovrani detengono un ulteriore 35 per cento del totale degli attivi.

L'analisi contenuta in questa nota – relativa all'attività d'investimento nei mercati azionari e all'evoluzione intercorsa nell'ultimo decennio nella relativa allocazione settoriale e geografica – sfrutta un dataset specificamente creato, che registra un totale di 2.740 transazioni realizzate da 29 fondi sovrani nel periodo 1990-2010 per un totale di 565 miliardi di dollari di acquisizioni e 191 miliardi di dollari di dismissioni. I fondi più attivi in questo campione sono i fondi sovrani residenti in Asia, seguiti da quelli del Medio Oriente. L'attività di investimento dei 29 fondi sovrani appartenenti al campione ha segnato un picco negli anni 2007-2008, per poi rallentare nel corso del 2009 e del 2010 per l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari internazionali seguite allo scoppio della crisi finanziaria e reale.

Le principali conclusioni cui conduce l'analisi delle informazioni contenute nel dataset possono essere così sintetizzate:

1. I fondi sovrani acquisiscono, in genere, partecipazioni significative anche se non necessariamente di controllo: nel campione, la dimensione media delle acquisizioni è pari al 30,3 per cento del capitale dell'azienda *target*.
2. I paesi avanzati (in particolare, Regno Unito e Stati Uniti) sono la meta principale degli investimenti azionari: verso queste economie, caratterizzate da mercati finanziari maturi, si è diretto il 70 per cento circa delle risorse nel periodo 1990-2010.
3. Tale netta preferenza può essere spiegata alla luce dei più elevati standard istituzionali in termini di qualità della regolamentazione, come mostra la relazione esistente tra la destinazione delle operazioni dei fondi sovrani e gli indicatori di qualità istituzionale (*Doing Business* della Banca Mondiale).

4. Del totale delle transazioni di acquisto identificate nel dataset, 28 fanno riferimento all'Italia, per un controvalore complessivo di 5,1 miliardi di dollari; il nostro paese si colloca al ventesimo posto della graduatoria delle economie destinatarie degli investimenti dei fondi sovrani, per valore complessivo delle operazioni di investimento effettuate. La Germania, con pochi *deal* in più (34), totalizza un ammontare di 30 miliardi di dollari, collocandosi al quinto posto del medesimo ranking; la Spagna occupa il settimo posto, con 26 miliardi di dollari di afflussi complessivi ripartiti, comunque, su un numero di operazioni relativamente esiguo (16); la Francia, infine, con poco meno di otto miliardi di dollari di afflussi ripartiti su 55 operazioni, si trova in una posizione non molto migliore di quella dell'Italia (sedicesimo posto).
5. Nel periodo 1990-2010 sono risultati nettamente prevalenti gli investimenti nel settore finanziario, cui è stato destinato il 57 per cento del valore delle acquisizioni totali; quote più contenute hanno, invece, riguardato il settore manifatturiero (9 per cento) e quello delle telecomunicazioni e dell'*information and communication technology* (7 per cento).
6. Negli ultimi dieci anni, è gradualmente cresciuto l'interesse dei fondi sovrani per il settore energetico, delle materie prime e delle utilities. Gli investimenti in questo comparto sono triplicati, passando dal 5 per cento dei flussi totali nel 2000 al 15 nel 2010. Un ruolo di primo piano è svolto dai fondi sovrani di paesi emergenti quali la Cina, che seguirebbero in questo caso strategie volte a soddisfare il fabbisogno di materie prime e di fonti energetiche dei loro paesi, in fase di rapido sviluppo. Il fondo sovrano cinese CIC, in particolare, tra il 2009 e il 2010 ha compiuto diverse acquisizioni di rilevante importo unitario nel settore.
7. La crisi finanziaria ha avuto un impatto sull'attività di investimento dei fondi sovrani, inferiore tuttavia rispetto a quello su altre importanti tipologie di investitori. Negli anni 2007-2010 gli investimenti netti nel comparto azionario sono rimasti, infatti, positivi, anche se in calo; viceversa, i fondi comuni hanno mostrato un comportamento fortemente pro-ciclico, segnando ampi disinvestimenti netti sia negli anni della crisi sia in quelli immediatamente successivi. La natura di investitori di lungo periodo, non soggetti al pagamento di prestazioni periodiche o al rischio di ritiro subitaneo del capitale investito, renderebbe i fondi sovrani investitori deep-pocket, in grado di garantire maggiore stabilità nei flussi di investimenti effettuati grazie alla relativa solidità delle fonti di approvvigionamento.
8. Nel biennio 2007-2008 i fondi sovrani hanno destinato ingenti risorse al settore finanziario, a seguito della ricapitalizzazione di numerose istituzioni bancarie occidentali. Dopo un temporaneo ridimensionamento nel 2009 – essenzialmente legato ad esigenze di ribilanciamento dei portafogli – l'interesse per il settore finanziario è di nuovo aumentato nel 2010, con operazioni di acquisizione per un controvalore pari a più della metà delle risorse investite nello stesso anno dai fondi sovrani.
9. Nel periodo 2007-2010 le economie avanzate hanno continuato a rappresentare la destinazione principale delle acquisizioni dei fondi sovrani: tale tendenza ha riguardato anche i paesi europei, nonostante le perduranti tensioni finanziarie e i riflessi negativi sull'economia reale nel continente. Possibili ragioni della preferenza accordata alle economie avanzate sono: la capienza e la liquidità dei rispettivi mercati finanziari; gli elevati standard istituzionali in termini di qualità della regolamentazione; l'opportunità di acquistare attività di pregio a prezzi di mercato più bassi rispetto alle quotazioni pre-crisi.

Il lavoro è organizzato come segue. La **Sezione 2** fornisce un quadro sintetico delle caratteristiche distintive dei fondi sovrani, sfruttando alcune utili classificazioni; la **Sezione 3** individua le ragioni alla base della

sostenuta crescita del settore intervenuta nel corso degli ultimi dieci anni; la **Sezione 4** analizza i problemi e le preoccupazioni determinati da tale rapido sviluppo e il modo in cui sono stati affrontati dalla comunità internazionale. La **Sezione 5** è dedicata ad una disamina dell’allocazione strategica degli investimenti da parte dei fondi sovrani, mentre la **Sezione 6** descrive in maggior dettaglio le caratteristiche settoriali e geografiche degli investimenti azionari. La **Sezione 7**, infine, fornisce un quadro delle tendenze delle operazioni di acquisizione dei fondi sovrani manifestatesi in seguito alla crisi finanziaria.

2. Definizione e caratteristiche principali dei fondi di ricchezza sovrani

I fondi sovrani sono fondi d’investimento di proprietà (diretta o indiretta) dei governi, delle autorità monetarie nazionali o, comunque, di un’agenzia pubblica, e sono creati per perseguire scopi di tipo macroeconomico, quali amministrare la ricchezza derivante da fonti esauribili in ottica intergenerazionale, sopperire a eventuali squilibri dei sistemi pensionistici nazionali, isolare i conti pubblici e della bilancia dei pagamenti dalle fluttuazioni del prezzo delle materie prime esportate, investire surplus valutari in ottica di massimizzazione dei rendimenti.¹ Essi detengono, e amministrano, una ricchezza che tipicamente proviene da surplus della bilancia dei pagamenti e/o da surplus fiscali.

Pur non potendo essere considerati un gruppo omogeneo di investitori, essi condividono alcune importanti caratteristiche comuni (Quadrio Curzio e Miceli, 2010). Innanzitutto, investono principalmente all’estero, essendo il loro attivo ampiamente – ove non totalmente – denominato in valuta estera. Inoltre, non essendo soggetti al pagamento di prestazioni periodiche o al rischio di ritiro subitaneo dei fondi investiti, non presentano criticità in termini di liquidità, e possono allocare le risorse finanziarie loro disponibili in un orizzonte di medio-lungo periodo. Infine, pur condividendo alcune caratteristiche con le riserve valutarie detenute dalle banche centrali, possono privilegiare il ‘rendimento’ rispetto alla ‘liquidità’, aumentando il livello di rischio del portafoglio e investendo le proprie risorse in un ventaglio di attività finanziarie ben più ampio di quello tipicamente disponibile per le riserve valutarie. Per questa ragione, in molti casi, i fondi sovrani sono separati, legalmente e amministrativamente, dalla banca centrale di riferimento; ed anche nei casi in cui il *pool* di attività che costituiscono il patrimonio del fondo sovrano è detenuto all’interno della banca centrale, la gestione è separata da quella delle riserve.

È possibile classificare i fondi sovrani sulla base di due elementi: a) l’origine della ricchezza che amministrano; 2) gli scopi per i quali sono creati. In merito al primo aspetto, si distinguono i fondi *commodity*, che derivano il loro patrimonio dai surplus della bilancia dei pagamenti generati dalle esportazioni di materie prime (tipicamente petrolifere ed energetiche) e dalle *royalties* ad esse collegate, dagli altri *non-commodity*.²

Per quanto riguarda, invece, gli scopi istituzionali per i quali sono costituiti, è possibile ricorrere alla seguente classificazione (Kunzel *et al.*, 2011):

- **fondi di risparmio (*savings funds*)**: amministrano la ricchezza derivante da fonti esauribili (come il petrolio) a vantaggio delle generazioni future; hanno orizzonti di investimento lunghi e possono

¹ “ (...) *Sovereign Wealth Funds (SWFs)* are special purpose investment funds or arrangements that are owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies that include investing in foreign financial assets (...)” (FMI, *Generally Accepted Principles and Practices*, ottobre 2008).

² Il cui patrimonio dipende da surplus della bilancia dei pagamenti non legati a materie prime o da surplus del bilancio pubblico.

sostenere rapporti rischio-rendimento elevati; la ricchezza di cui dispongono non è vincolata ad alcuno scopo specifico, a differenza della categoria successiva;³

- fondi pensione (*pension reserve funds*): pur non alimentandosi con i contributi dei lavoratori, né essendo tenuti a corrispondere prestazioni pensionistiche, hanno lo scopo ultimo di accumulare ricchezza per sopperire a eventuali squilibri dei sistemi pensionistici nazionali nel contesto del processo di invecchiamento della popolazione nei paesi avanzati; a differenza della precedente categoria, di cui fanno comunque parte, la ricchezza di questi fondi sovrani è dedicata ad uno scopo specifico, quello di fornire prestazioni pensionistiche;⁴
- fondi di stabilizzazione (*stabilization funds*): hanno l'obiettivo di isolare i conti pubblici dalle fluttuazioni del prezzo di una materia prima particolarmente importante nell'economia di un paese; hanno orizzonti temporali più limitati, un profilo di rischio più ridotto e privilegiano la liquidità;⁵
- società di investimento delle riserve (*reserves investment corporations*): hanno l'obiettivo di ridurre il costo opportunità della parte di riserve in valuta in eccesso rispetto alle normali esigenze della politica monetaria e, al tempo stesso, di massimizzarne il rendimento; non seguono i criteri prudenziali usualmente rispettati nella gestione delle riserve e hanno un rapporto rischio/rendimento più elevato.⁶

Sulla base di queste caratteristiche, è possibile individuare 59 fondi sovrani operanti a livello internazionale che, alla fine del 2011, gestivano un attivo pari a 4,7 trilioni di dollari, corrispondente a circa il 7 per cento del PIL mondiale e al 3 per cento del valore complessivo dello stock di attività finanziarie. Tale patrimonio eccede in maniera significativa sia quello dei fondi di *private equity* (pari a 2,6 trilioni, il 4,1 per cento del PIL mondiale e il 2 per cento del valore complessivo dello stock di attività finanziarie) sia quello degli *hedge fund* (pari a 1,8 trilioni, il 3 per cento del PIL mondiale e l'1,2 per cento del valore complessivo dello stock di attività finanziarie); è, invece, inferiore a quello di altri importanti investitori istituzionali, quali i fondi pensione (con un patrimonio di circa 30 trilioni di dollari, pari al 47,4 per cento del PIL mondiale e al 21 per cento del valore complessivo dello stock di attività finanziarie), i fondi comuni e assicurativi (25 trilioni di dollari in entrambi i casi, pari al 39 per cento del PIL mondiale e al 17 per cento del valore complessivo dello stock di attività finanziarie).

La **Tavola 1** riporta la lista dei primi 20 fondi sovrani ordinati per dimensione del patrimonio gestito, che detengono più del 90 per cento del totale complessivo degli attivi.⁷ La tavola include anche altre importanti coordinate in termini di: a) paese detentore; b) anno di creazione; c) categoria di appartenenza in base all'origine della ricchezza (*commodity* vs. *non-commodity*); d) categoria di appartenenza in base agli scopi istituzionali; e) indice di 'trasparenza' (cfr. Sezione 4).⁸

³ Tipici esempi sono i grandi fondi sovrani del Medio Oriente come l'*Abu Dhabi Investment Authority*, la *Kuwait Investment Authority* e la *Qatar Investment Authority*.

⁴ Quali il *National Social Security Fund* cinese, il *National Wealth Fund* russo e l'*Australian Government Future Fund*; il *National Government Pension Fund* norvegese è, invece, un esempio misto di fondo di risparmio e pensione.

⁵ Esempi tipici sono il *Kazakhstan National Fund* e il *Reserve Fund* russo.

⁶ Esempi tipici sono la *State Administration of Foreign Exchange* e la *China Investment Corporation*, entrambi cinesi, e il fondo sovrano della *Saudi Arabian Monetary Agency*.

⁷ La **Tavola 1.A** nell'**Appendice I** riporta la lista completa dei 59 fondi sovrani attualmente esistenti.

⁸ La classificazione per scopo istituzionale non è, ovviamente, rigida: esistono, infatti, fondi che perseguono scopi molteplici e possono rientrare in più categorie, mentre altri nascono con uno scopo istituzionale che muta nel tempo.

Tavola 1. Primi venti fondi sovrani esistenti, ordinati per totale dell'attivo a fine 2011

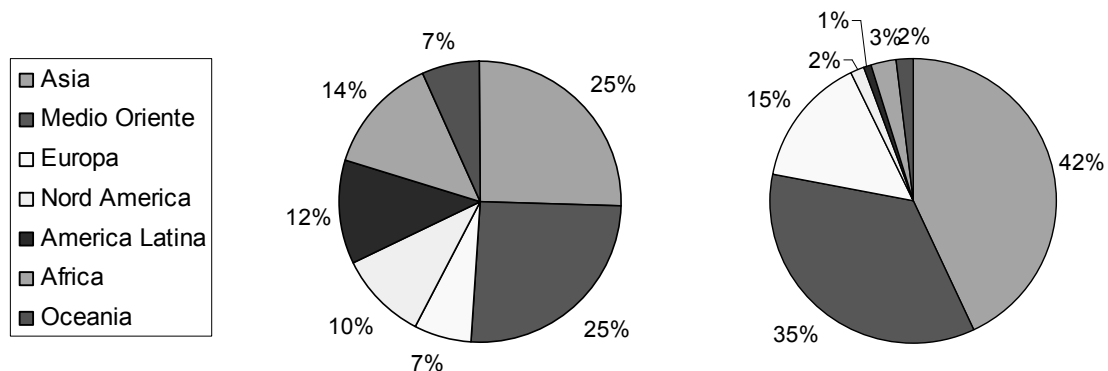
Fondo Sovrano	Paese	Totale attivo (miliardi di dollari)	Anno di creazione	Origine	Tipologia	Indice di 'trasparenza'
SAFE Investment Company	Cina	568	1997	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Norwegian Government Pension Fund – Global (NGPF-G)	Norvegia	554	1990	Commodity	Fondo di risparmio + Fondo pensione	10/10
SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudita	533	-	Commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	450*	1976	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
China Investment Corporation (CIC)	Cina	410**	2007	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	7/10
Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwait	296*	1953	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	6/10
HK Monetary Authority – Investment Portfolio (HKMA)	Hong Kong	293	1998	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	8/10
Government Investment Corporation (GIC)	Singapore	248*	1981	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	6/10
Temasek Holdings	Singapore	157	1974	Non-commodity	Fondo di risparmio	10/10
National Social Security Fund (NSSF)	Cina	135*	2000	Non-commodity	Fondo pensione	5/10
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	100	2005	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
National Wealth Fund (NWF)	Russia	87	2008	Commodity	Fondo pensione	5/10
Australian Government Future Fund (AGFF)	Australia	75	2006	Non-commodity	Fondo pensione	10/10
Investment Corporation of Dubai (ICD)	Emirati Arabi Uniti - Dubai	70	2006	Commodity	Fondo di risparmio	4/10
International Petroleum Investment Company (IPIC)	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	65	1984	Commodity	Fondo di risparmio	9/10
Libyan Investment Authority (LIA)	Libia	65*	2006	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Revenue Regulation Fund	Algeria	57*	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	1/10
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	53	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione	8/10
Mubadala Development Company	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	48	2002	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
Korea Investment Corporation (KIC)	Corea del sud	43	2005	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	9/10
TOTALE		4,307				

Note: (*) stime a fine 2010; (**) dati a dicembre 2010.

Fonte: nostre elaborazioni su dati provenienti da rapporti periodici dei fondi sovrani; *Sovereign Wealth Fund Institute*; Bortolotti e Barbary, 2012.

L'Asia è la regione in cui il fenomeno ha assunto dimensioni più rilevanti, annoverando il 25 per cento dei fondi esistenti e più del 40 per cento del totale degli attivi. In particolare, la Cina conta ben quattro fondi tra cui il maggiore a livello mondiale, la *State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Investment Company*. Nel Medio Oriente è presente un ulteriore 25 per cento dei fondi (che gestisce il 35 per cento circa degli asset totali), di cui i principali sono: la *Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA)*, la *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, la *Kuwait Investment Authority (KIA)* e la *Qatar Investment Authority (QIA)*.⁹ In Europa è presente solo il 7 per cento dei fondi sovrani, con un peso pari al 15 per cento sul totale degli attivi: i più rilevanti sono il *Norwegian Government Pension Fund* e il *National Wealth Fund* e il *Reserve Fund* della Russia (**Figura 1**).¹⁰

Figura 1. Provenienza geografica dei fondi sovrani in termini di numero fondi (grafico di sinistra) e quota attivi (grafico di destra)



Fonte: elaborazione degli autori su dati contenuti nella Tavola 1.A nell'Appendice I.

In termini di provenienza della ricchezza, la maggior parte dei fondi (il 57 per cento in termini di attivo e il 73 per cento in termini di numerosità) sfrutta surplus di materie prime, soprattutto energetiche, mentre i fondi non-commodity rappresentano la quota residuale. I fondi sovrani localizzati in Medio Oriente sono totalmente alimentati da surplus petroliferi, come numerosi fondi residenti in America settentrionale e in Europa. La quasi totalità dei fondi asiatici deriva la propria ricchezza da surplus delle partite correnti non legati alle esportazioni di materie prime (ad eccezione di quelli residenti nel Brunei e in Mongolia).

⁹ La lista dei fondi sovrani residenti in questa regione, in particolare negli Emirati Arabi Uniti, è ben più ampia, come si evince dalla Tavola 1.A nell'Appendice I.

¹⁰ Seguono l'Africa, con 8 fondi sovrani (il 14 per cento del numero complessivo) che capitalizzano 130 miliardi di dollari (il 3 per cento del totale degli attivi), e l'America latina, in cui risiedono 7 fondi sovrani (il 12 per cento del totale), tutti di piccole dimensioni, che cumulativamente ammontano solo all'1 per cento del totale degli attivi (38 miliardi). L'America settentrionale ha il 10 per cento del numero dei fondi (spesso di proprietà di singoli stati degli USA) che assommano al 2 per cento del totale degli attivi. Infine, l'Oceania ha il 7 per cento del numero dei fondi, tra cui l'*Australian Future Fund* e il *New Zealand Superrannuation Fund*, pari al 2 per cento del totale degli attivi.

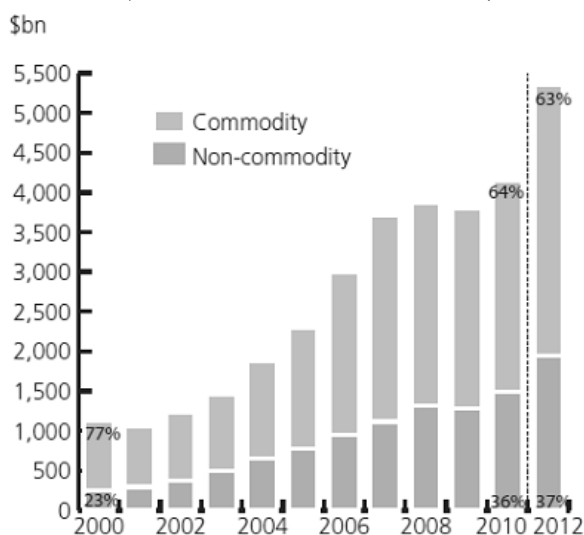
Infine, nella scelta di istituire un fondo sovrano sembra contare maggiormente la motivazione di preservare e redistribuire la ricchezza a beneficio delle generazioni future, come evidenziato dal prevalere dei fondi di risparmio in termini di obiettivi istituzionali.

3. Le ragioni della crescita del fenomeno osservata nell'ultimo decennio

La significativa crescita dei fondi sovrani, in termini di numerosità e ammontare delle risorse gestite, è un fenomeno affermato nel corso dell'ultimo decennio. Solo il 38 per cento dei fondi attualmente esistenti, infatti, è nato tra il 1953 (anno di creazione del primo fondo sovrano, il KIA del Kuwait) e il 1999; il 47 per cento è stato istituito nel periodo 2000-2008, e il restante 15 per cento successivamente. In termini di risorse finanziarie complessivamente gestite, si è passati dai 500 miliardi di dollari del 1995 ai circa 4,7 trilioni di fine 2011.¹¹ La **Figura 2** presenta una stima dell'evoluzione degli attivi dei fondi sovrani nell'ultimo decennio.

Figura 2. Evoluzione degli attivi dei fondi sovrani nel periodo 2000-2012

(dati annuali; in miliardi di dollari)



Fonte: TheCityUk, 2011

Le ragioni alla base della rapida crescita del numero di fondi sovrani e delle attività da essi gestite, osservata nel corso dell'ultimo decennio, possono essere ricondotte a due importanti ordini di fattori: da un lato, gli ampi avanzi delle partite correnti della Cina, dei principali paesi produttori di petrolio (inclusa la Russia) e delle economie asiatiche di recente industrializzazione; dall'altro, la sostenuta dinamica delle quotazioni internazionali del petrolio e delle altre materie prime energetiche.¹²

¹¹ Si tratta, tuttavia, di stime soggette a un ampio grado d'incertezza, poiché non tutti i fondi sovrani forniscono informazioni dettagliate sulle dimensioni dei propri attivi.

¹² Il prezzo del greggio – media delle tre principali qualità – è cresciuto, infatti, del 12,6 per cento all'anno tra il 2000 e il primo semestre del 2012.

Questi due fattori hanno determinato un significativo aumento nello stock di riserve ufficiali detenuto dalle autorità monetarie dei paesi interessati che, raggiungendo livelli ritenuti di gran lunga superiori rispetto a quelli necessari per motivi ‘precauzionali’,¹³ avrebbero potuto essere gestite in modo più remunerativo.

Per il medio periodo, la maggior parte degli analisti anticipa una crescita degli attivi meno sostenuta rispetto a quella osservata negli anni recenti. Secondo alcune stime (Castelli e Tagliapietra, 2012) – basate sul possibile andamento dei prezzi delle materie prime (in particolare del petrolio) e dei surplus di parte corrente dei paesi in avanzo – le risorse complessivamente gestite dai fondi sovrani potrebbero arrivare a 10 trilioni di dollari nel 2016,¹⁴ con una crescita stimata del 15 per cento annuo e un raddoppio complessivo del loro valore nell’orizzonte temporale considerato; anche altri autori, come ad esempio Jen e Andreopoulos (2008) di Morgan Stanley, anticipano attivi pari a circa 10 trilioni di dollari entro il 2015.¹⁵ Se queste previsioni si realizzassero, il patrimonio a disposizione dei fondi sovrani sarebbe destinato a crescere a tassi più sostenuti rispetto a quelli di altri importanti investitori istituzionali.

4. Problematiche legate all’operatività dei fondi sovrani

L’accresciuta rilevanza, attuale e prospettica, dei fondi sovrani ha generato un intenso dibattito in merito ad alcuni aspetti (potenzialmente) problematici della loro operatività.

Un primo importante tema è la scarsa trasparenza che caratterizza l’operatività dei fondi sovrani, dalle dimensioni dei loro bilanci alle caratteristiche del portafoglio di attività finanziarie e reali in cui le risorse disponibili sono investite. La scarsa trasparenza ha, inevitabilmente, acuito la diffidenza nei confronti di investitori che appartengono a Stati diversi dalle democrazie occidentali.

I vari esercizi di valutazione della trasparenza (Truman, 2008; Linaburg e Maduell, 2010) hanno riportato risultati poco soddisfacenti per la maggior parte dei fondi sovrani, nonostante il leggero miglioramento degli ultimi anni frutto delle pressioni della comunità internazionale. L’ultima colonna della **Tavola 1** (e di quella **1.A nell’Appendice I**) riporta i valori – aggiornati a dicembre 2011 – dell’indice Linaburg-Maduell, comunemente utilizzato per misurare il grado di trasparenza dei fondi sovrani.¹⁶ Tali valori evidenziano chiaramente come la scarsa trasparenza rappresenti un fenomeno abbastanza diffuso: solo il 33 per cento dei fondi sovrani esistenti (20 su 59), infatti, ottiene un valore dell’indice almeno pari a 8, riconosciuto come il

¹³ La crescita annua dello stock di riserve ufficiali è stata pari a poco meno del 23 per cento per cento nella media degli ultimi dieci anni in un campione di 74 economie emergenti; alcune di queste hanno, inoltre, segnato tassi di crescita ben superiori, tra cui molti dei paesi dotati di fondi sovrani, come l’Arabia Saudita (71 per cento), il Kazakhstan (35,4), la Russia (34,3) e la Cina (33).

¹⁴ Assumendo un rendimento nominale medio delle attività finanziarie investite dai fondi sovrani pari al 6 per cento.

¹⁵ Negli altri due scenari previsivi contenuti in Castelli e Tagliapietra (2012), il primo conservativo con un rendimento atteso del 3 per cento ed il secondo ottimistico con un rendimento pari al 9 per cento, il patrimonio complessivamente gestito dai fondi sovrani si attesterebbe, rispettivamente, a 8,7 e 11 trilioni di dollari.

¹⁶ Il valore, compreso tra 1 e 10, dell’indice di trasparenza sviluppato da Carl Linaburg e Michael Maduell si basa sulla quantità e qualità delle informazioni che il fondo sovrano fornisce alla comunità internazionale. Diversi sono gli aspetti su cui il fondo è chiamato a fornire precise indicazioni, esplicitamente presi in considerazione per la costruzione dell’indice, quali: la storia del fondo, includendo le ragioni alla base della sua creazione, fonti del patrimonio gestito, struttura proprietaria; la pubblicazione di rapporti aggiornati sulla relativa attività; la predisposizione di un sito internet; l’indicazione degli obiettivi del fondo e delle strategie per perseguirli; la pubblicazione di informazioni su: le quote societarie detenute e la loro distribuzione geografica; la struttura del portafoglio e le caratteristiche di rischio-rendimento.

rating minimo per indicare un livello ‘adeguato’ di trasparenza; inoltre, quattro dei primi cinque fondi sovrani per dimensione dell’attivo – tutti residenti in economie emergenti – presentano livelli di trasparenza molto bassi.¹⁷

I tentativi di risolvere questo problema di opacità, e di ridurre la diffidenza nei confronti dei fondi sovrani, si sono rivelati finora infruttuosi. Il Fondo Monetario Internazionale ha istituito, in collaborazione con i fondi medesimi, un gruppo di lavoro (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* - IWG) che nel 2008 è giunto a elaborare un complesso di codici di condotta, i cosiddetti Principi di Santiago (*Generally Accepted Principles and Practices* - GAPP), che stabiliscono degli standard di trasparenza e *governance* da adottare su base volontaria. Inizialmente, questo processo ha dato luogo a una convergenza su alcuni principi condivisi, sfociando nella costituzione di un forum ad hoc (*International Forum of Sovereign Wealth Funds* - IFSWF) per il monitoraggio dell’attività dei fondi sovrani e dell’implementazione dei principi medesimi; tuttavia, l’iniziativa ha avuto un limitato successo, poiché i principi stessi sono molto deboli in termini sia sostanziali sia di coerenza; inoltre, la risposta di molti fondi si è rivelata più formale che sostanziale.

Un secondo, importante tema discende direttamente dalle ingenti risorse di cui i fondi sovrani dispongono. Le sempre più ambiziose strategie d’investimento *cross-border* hanno acceso un intenso dibattito, sia di *policy* sia più strettamente accademico, relativo all’impatto che tali operazioni possono avere sui mercati finanziari internazionali, più in generale, e sulle performance delle aziende *target*, più in particolare.

La valutazione dell’impatto che, a livello macroeconomico, le operazioni di investimento dei fondi sovrani potrebbero avere sull’andamento dei prezzi delle attività finanziarie e sui tassi di cambio presenta, comunque, notevoli difficoltà. Allo stato attuale, nessuna ricerca è riuscita a fornire una risposta rigorosa su questi temi, poiché esiste un notevole grado d’incertezza su entità e crescita delle risorse gestite e sulle strategie di portafoglio realmente utilizzate. In teoria, la crescita prospettica delle risorse finanziarie gestite dai fondi sovrani – in parte riconducibile al trasferimento delle riserve in valuta in eccesso rispetto alle normali esigenze della politica monetaria – potrebbe avere un impatto sui prezzi delle attività finanziarie e sui tassi di cambio sia direttamente, attraverso le pressioni su determinati comparti del mercato finanziario, sia indirettamente, attraverso un aumento generalizzato della propensione al rischio.¹⁸ La letteratura esistente fonda le sue valutazioni sull’assunto che i fondi sovrani possano sopportare un rapporto rischio-rendimento più elevato di quello che caratterizza una banca centrale nella gestione delle proprie riserve ufficiali. Alla luce di queste considerazioni, la crescita delle risorse da essi gestite condurrebbe a una graduale ricomposizione del portafoglio di attività finanziarie via dai titoli del debito pubblico dei paesi avanzati in cui tipicamente sono investite le riserve ufficiali e a favore di titoli più rischiosi, quali azioni, obbligazioni societarie, attività emesse da economie emergenti: tale processo potrebbe, quindi, esercitare una pressione al rialzo dei tassi di interesse a lungo termine nelle economie avanzate e tendere a comprimere l’*equity risk premium*.¹⁹ Le ipotesi

¹⁷ Questi fondi, tipicamente, non rendono noti né la composizione del portafoglio di attività, né la dimensione del patrimonio a loro disposizione. Un caso emblematico è quello rappresentato dal fondo ADIA di Abu Dhabi che, pur pubblicando un rapporto annuale, non fornisce le cifre relative al totale dell’attivo.

¹⁸ Secondo una recente stima dell’FMI (2011), lo stock di riserve ufficiali coerente con gli obiettivi di politica monetaria e di bilancia dei pagamenti si attesterebbe tra i 3 e i 4,4 trilioni di dollari, lasciando 1-2,3 trilioni liberi di essere allocati in attività finanziarie alternative.

¹⁹ Morgan Stanley (2007) stima che, in un orizzonte temporale di dieci anni, la crescita delle risorse gestite dai fondi sovrani dovrebbe condurre ad una riduzione di 100 punti base nell’*equity risk premium* e a un aumento di 40 nei tassi di interesse a lungo termine delle economie avanzate.

utilizzate dalla letteratura esistente per stimare questi effetti sono, tuttavia, abbastanza restrittive;²⁰ pertanto, le relative conclusioni devono necessariamente essere valutate con prudenza.

Un altro importante aspetto a livello macroeconomico riguarda l'impatto che la crescita dei fondi sovrani potrebbe avere sulla stabilità finanziaria internazionale; da questo punto di vista, l'elemento decisivo è rappresentato dalle motivazioni che guidano le loro decisioni d'investimento. Nella misura in cui le loro decisioni fossero effettivamente guidate solo da considerazioni di portafoglio, i fondi sovrani potrebbero esercitare un effetto di stabilizzazione sui mercati finanziari e contribuire a una più efficiente diversificazione dei rischi a livello globale.

La valutazione dell'impatto che, a livello microeconomico, le operazioni di investimento dei fondi sovrani potrebbero avere sull'andamento delle quotazioni azionarie e sulle performance delle aziende *target* è stata affrontata ricorrendo all'approccio della *event study analysis*, analizzando cioè l'andamento dei prezzi delle azioni *target* in un intervallo temporale a cavallo dell'annuncio di un'operazione di acquisto da parte di un fondo sovrano. I risultati riportati in Sun e Hesse (2009), Kotter e Lel (2010), Bortolotti *et al.* (2010), Dewenter *et al.* (2010) e Knill *et al.* (2012) concordano nell'identificare un rendimento positivo anomalo, che mostra una risposta di **breve termine** apparentemente favorevole dei mercati azionari. Questi risultati sono in linea con la letteratura che analizza gli effetti degli acquisti attuati da un'altra importante categoria di investitori istituzionali, quali gli *hedge funds*, sui rendimenti azionari delle aziende *target* per finestre temporali simili (Brav *et al.*, 2008). Vi sarebbe, pertanto, una sostanziale similarità nelle reazioni del mercato agli acquisti azionari di queste due tipologie di investitori.

L'effetto di **medio-lungo termine** sulle performance delle aziende *target* sembra essere, tuttavia, più controverso. Se da un lato, Dewenter *et al.* (2010) e Knill *et al.* (2012) non trovano effetti significativi sui rendimenti dei titoli *target* e Kotter e Lel (2010) neanche sulla performance operativa delle aziende, dall'altro lato, Bortolotti *et al.* (2010) individuano variazioni negative significative sui rendimenti dei titoli delle aziende acquisite. Utilizzando dati di portafoglio, Fernandes (2011) documenta l'esistenza di una relazione positiva tra proprietà dei fondi sovrani e indicatori di performance aziendale, che mostrano un graduale miglioramento in seguito agli investimenti attuati dai fondi medesimi: il valore di mercato delle imprese *target* aumenterebbe, al pari di alcuni importanti indicatori di performance aziendale quali il *return on asset* (ROA) ed il *return on equity* (ROE). Questi effetti positivi sarebbero riconducibili all'orizzonte di lungo termine che caratterizza le operazioni d'investimento dei fondi sovrani e alle importanti connessioni di tipo politico che il controllo da parte di questi organismi potrebbe offrire all'impresa *target*. A conclusioni simili arriva lo studio di Sojli e Tham (2011), che conferma l'esistenza di un effetto positivo significativo sulla performance delle aziende *target*, riconducibile alle connessioni politiche dei fondi sovrani e ai contratti che queste sarebbero in grado di procurare.²¹

Una parte della letteratura empirica si è anche concentrata sull'impatto che l'investimento da parte dei fondi sovrani può avere sulla rischiosità delle imprese oggetto delle operazioni di acquisto. Bertoni e Lugo (2011), ad esempio, focalizzandosi sul rischio di credito misurato dai premi sui CDS rispetto a un campione di

²⁰ I pochi esercizi di valutazione dell'impatto sui prezzi delle attività finanziarie ipotizzano che le maggiori risorse finanziarie disponibili per i fondi sovrani sarebbero allocate tra diversi comparti e, all'interno di questi, tra aree geografiche, replicando esattamente la composizione dei *benchmark* di mercato (Beck e Fidora, 2008).

²¹ Nella parte econometrica del loro lavoro, i due autori utilizzano una variabile dummy che assume valore unitario per tutti i casi in cui all'impresa *target* è assegnato un contratto governativo; il coefficiente stimato è positivo e significativo, ad indicare un effetto positivo sulla performance dell'impresa, misurata dalla *q* di Tobin.

controllo di aziende con caratteristiche simili, trovano una significativa riduzione dei premi richiesti sulle imprese *target* in seguito a operazioni di acquisizione effettuate da fondi sovrani, plausibilmente legate all'effetto di 'certificazione' che la liquidità da essi fornita garantirebbe rispetto a possibili shock esterni.

Nel complesso, quindi, i risultati contenuti in questi studi suggerirebbero che, a parte una reazione positiva – anche se di dimensioni contenute – nel breve periodo sui prezzi dei titoli azionari delle imprese *target* (un effetto peraltro simile a quello legato all'attività di investimento di altri importanti investitori istituzionali), le conclusioni sull'impatto che tali operazioni avrebbero nel più lungo termine sulle performance di tali imprese sono più controverse.

Un ultimo elemento di criticità dell'azione dei fondi sovrani riguarda la possibilità di logiche di investimento così diverse da quelle di altri investitori istituzionali da richiedere una regolamentazione e un monitoraggio specifici. Vari studi hanno cercato di analizzare questo punto, prendendo in considerazione aspetti specifici delle strategie d'investimento dei fondi sovrani e paragonandoli a quelle dei fondi comuni o dei fondi pensione.

Considerando solo gli investimenti diretti in *private equity*, Bernstein *et al.* (2009) mostrano che i fondi sovrani seguono una strategia di tipo *trend chasing* sia nel mercato domestico sia all'estero.²² Inoltre, il coinvolgimento di aspetti di natura politica in molti fondi sovrani determinerebbe una maggiore probabilità di investire nel mercato domestico quando le quotazioni sono alte, con conseguenze negative sulla performance dell'investimento. Analizzando gli investimenti nel mercato azionario, Chhaochharia e Laeven (2010) individuano una netta prevalenza di strategie di tipo *trend chasing* e una minore propensione a diversificare il proprio portafoglio da un punto di vista geografico e settoriale rispetto ad altri investitori istituzionali, quali i fondi pensione. Nel loro studio sulle determinanti degli investimenti dei fondi sovrani, Dyck and Morse (2011) introducono una variabile di politica industriale (l'obiettivo di uno Stato di diversificare la struttura settoriale della propria economia), che dimostra di avere un effetto significativo nello spiegare variazioni nel tempo della composizione del portafoglio di attività. Boubakri, Cosset e Samir (2011) mostrano come i fondi sovrani esibiscano preferenze d'investimento diverse da quelle dei fondi comuni: essi tenderebbero ad acquisire partecipazioni in aziende più grandi con problemi di liquidità, ma con alto potenziale di crescita, e in aziende meno innovative con proprietà concentrata e interessi in paesi meno sviluppati ma più vicini geograficamente. Miceli (2011), infine, analizza il comportamento dei fondi sovrani in termini di *herding* a livello settoriale, confrontando il comportamento di questi investitori con quello dei *mutual funds*. L'ipotesi di base – che i fondi sovrani seguano strategie di *herding* simili a quelle dei *mutual funds* concentrando gli acquisti in alcuni settori e uscendo da altri – è rigettata. Al contrario, il lavoro mostra che i fondi sovrani tenderebbero ad acquistare/vendere tutti i settori in modo indiscriminato quando, nell'ambito dello stesso periodo temporale, prevale la tendenza ad acquistare/vendere, differenziandosi chiaramente da altri investitori istituzionali come i fondi comuni.

In sintesi, alla luce delle conclusioni riportate negli studi menzionati, i fondi sovrani presentano delle indubbe peculiarità nel loro comportamento di acquisto/vendita sui mercati finanziari che non

²² Per *trend chasing* si intende una strategia in cui gli acquisti azionari sono guidati più dai rendimenti passati del settore e/o del mercato che da quelli attesi; detto altrimenti, si acquista quando i prezzi sono alti e si vende quando sono bassi (*buying high and selling low*).

necessariamente devono considerarsi pericolose o destabilizzanti ma, rendendoli attori *sui generis*, richiamano l'esigenza di un monitoraggio specifico da parte delle istituzioni finanziarie internazionali e nazionali.²³

5. L'allocazione di portafoglio dei fondi sovrani: aspetti generali

I fondi sovrani sono liberi di scegliere la tipologia di attività (finanziaria e/o reale) ritenuta più appropriata al perseguimento dei propri obiettivi: il ventaglio a disposizione è assai più ampio di quello abitualmente a disposizione delle banche centrali nella gestione delle proprie riserve ufficiali. L'*asset allocation* ottimale dipende da: a) l'orizzonte temporale; b) la natura del fondo; c) la provenienza delle risorse finanziarie.

L'orizzonte temporale d'investimento è un fattore di cruciale importanza nell'influenzare le decisioni di portafoglio. La parte preponderante dei fondi sovrani, non essendo soggetta al pagamento di prestazioni periodiche o al rischio di ritiro subitaneo del capitale investito, ha tipicamente un orizzonte di medio-lungo termine e la capacità di assumere un rischio maggiore. Pertanto, in teoria, una quota preponderante del loro portafoglio di attività finanziarie dovrebbe essere investita in azioni poiché questo tipo di investimento, più rischioso nel breve termine, ha un rendimento meno volatile su orizzonti temporali più lunghi (Kunzel *et al.*, 2011).

Un'altra conseguenza legata al più lungo orizzonte temporale d'investimento è la capacità di allocare le proprie risorse in attività relativamente poco liquide, quali infrastrutture, mercato immobiliare, *private equity*, il cui rendimento beneficia di un premio per l'illiquidità. Teoricamente, quindi, ci si aspetta che una più ampia quota degli investimenti azionari sia diretta verso questi settori.

Queste tendenze, tuttavia, sono meno pronunciate per i fondi di stabilizzazione: questa categoria è caratterizzata da un orizzonte temporale di più breve termine – legato all'andamento dei prezzi delle materie prime esportate – e, conseguentemente, l'investimento azionario e in attività alternative rappresenta una quota residuale del portafoglio che si concentra, invece, in titoli a reddito fisso.²⁴

Infine, da un punto di vista strettamente teorico, i fondi sovrani dovrebbero allocare il proprio portafoglio in attività caratterizzate da una correlazione negativa con la fonte di provenienza delle risorse finanziarie di cui dispongono. Sulla base delle conoscenze degli autori, non esistono tuttora studi empirici che abbiano indagato questo aspetto.

La **Tavola 2** fornisce indicazioni dettagliate per alcuni dei più grandi e trasparenti fondi sovrani. Alla luce delle (relativamente scarse) informazioni rese pubbliche, e classificando le possibili destinazioni dell'attività d'investimento in quattro grandi categorie (reddito fisso, azioni, investimenti alternativi e liquidità),²⁵ l'allocazione riscontrata sembra essere coerente con le logiche generali dell'*asset allocation* discusse in precedenza: oltre metà del patrimonio dei fondi sovrani in esame è investita in azioni (tra il 50 e il 55 per cento, in media); una quota consistente, tra il 35 ed il 40 per cento, in titoli a reddito fisso; poco meno del 10

²³ E' essenzialmente sulla base di queste argomentazioni che gli Stati Uniti e molti Paesi europei hanno introdotto normative a difesa dei rispettivi settori 'strategici': si rimanda a riguardo al lavoro di Alvaro e Ciccaglioni della Consob (2011), che analizza le discipline introdotte in Francia, Germania e Italia nel quadro dei vincoli posti dalla disciplina comunitaria relativamente alle deroghe previste per le limitazioni alla libera circolazione dei capitali.

²⁴ Come confermato dai rapporti periodici dei fondi di stabilizzazione medesimi.

²⁵ La categoria dei titoli a reddito fisso include emissioni pubbliche e private; la categoria delle azioni include emissioni domestiche e internazionali; la categoria degli investimenti alternativi include *private equity*, *hedge funds*, materie prime, infrastrutture, attività immobiliari.

per cento in attività alternative; solo una parte residuale è detenuta sotto forma di liquidità.²⁶ La tavola fornisce anche un confronto tra l’allocazione di portafoglio dei fondi sovrani e quella che caratterizza le altre categorie di investitori istituzionali, quali fondi comuni, fondi pensione e assicurativi.

Tavola 2. Asset allocation dei principali fondi sovrani per patrimonio gestito (1)

	Paese	Natura	Azioni	Reddito fisso	Alternativi
SAFE Investment Company	Cina	Investimento delle riserve	25%	75%	
Government Pension Fund - Global	Norvegia	Fondo di risparmio e pensione	60%	40%	
Abu Dhabi Investment Authority	Emirati Arabi	Fondo di risparmio	45-70%	10-20%	10-15%
China Investment Corporation	Cina	Investimento delle riserve	67%	21%	12%
Kuwait Investment Authority	Kuwait	Fondo di stabilizzazione e di risparmio	50%	33%	17%
Government of Singapore Investment Corporation	Singapore	Investimento delle riserve	59%	22%	19%
Temasek Holdings	Singapore	Fondo di risparmio	100%		
National Social Security Fund	Cina	Fondo pensione	30%	63%	7%
National Wealth Fund	Russia	Fondo pensione	10%	90%	
<i>Per memoria (2):</i>					
		<i>Fondi comuni di investimento</i>	39%	44%	17%
		<i>Fondi pensione</i>	39%	43%	19%
		<i>Fondi assicurativi</i>	28%	48%	24%

Note: (1) Dati a fine 2011 per i fondi sovrani e a fine 2010 per le altre categorie di investitori istituzionali; (2) media semplice dei paesi OCSE.

Per quanto riguarda, più in particolare, la quota di portafoglio destinata ai titoli a reddito fisso, l’evidenza è, purtroppo, relativamente esigua. Informazioni di dettaglio sono disponibili solo per pochissimi fondi sovrani, quali il *Norwegian Government Pension Fund*, il *Future Fund* australiano e il *New Zealand Super Annuation Fund*. Come riportato nella **Tavola 2**, la quota che il *Norwegian Government Pension Fund* destina ai titoli a reddito fisso è pari al 40 per cento del totale; a sua volta, tale portafoglio è destinato per il 70 per cento ai titoli sovrani e per il 30 per cento ai titoli *corporate*. Recentemente, è stata decisa una variazione del benchmark di riferimento verso una ponderazione basata sul peso dei paesi in termini di PIL anziché di quote sul mercato finanziario: tale ribilanciamento potrebbe, quindi, favorire i titoli delle economie emergenti a scapito dei paesi avanzati a elevato debito.²⁷ Inoltre, entro la fine del 2012, la quota denominata nelle principali valute (dollari americani, euro, sterline inglesi, yen giapponesi) dovrebbe scendere all’85 per cento del totale del portafoglio fisso, dal 95 di inizio anno (all’interno della quota di pertinenza delle principali valute, diminuirà il peso di euro e sterline, mentre aumenterà quello di dollari e yen). Infine, nel corso degli

²⁶ La tavola non riporta informazioni sulla categoria dei fondi di stabilizzazione che, comunque sia, rappresentano una quota minoritaria dell’universo dei fondi sovrani.

²⁷ Sulla base del PIL, la Cina dovrebbe pesare per circa l’11,2 per cento del portafoglio, mentre ora è a circa lo 0,8.

ultimi mesi si è osservata una riduzione nell'esposizione verso titoli francesi e spagnoli e un aumento di quella verso titoli italiani.²⁸

Per gli altri grandi fondi sovrani non è possibile ottenere informazioni altrettanto dettagliate sulla composizione del portafoglio a reddito fisso;²⁹ non è, quindi, possibile fornire una risposta alla importante domanda concernente il comportamento dei fondi sovrani nel comparto obbligazionario dopo l'insorgere della crisi del debito sovrano nella periferia dell'area dell'euro.

6. L'investimento azionario: principali caratteristiche

Gli investimenti nel comparto azionario costituiscono la quota preponderante dell'allocazione di portafoglio dei fondi sovrani. L'analisi che segue è interamente basata, salvo ove diversamente specificato, su un dataset appositamente costruito,³⁰ che registra un totale di 2.740 transazioni (di cui 2.091 di acquisto e 649 di vendita) realizzate da 29 fondi sovrani (sui 59 attualmente esistenti) nel periodo 1990-2010. Solo una parte delle transazioni, purtroppo, riporta il valore (in dollari correnti) del *deal*: quello complessivo delle operazioni di acquisizione ammonta a 565 miliardi di dollari (ripartiti su 1.532 operazioni, il 76 per cento del totale) mentre quello delle operazioni di disinvestimento ammonta a 191 miliardi di dollari (ripartiti su 372 operazioni, il 57 per cento del totale).

Come si evince dalla **Tavola 3.A** nell'**Appendice III**,³¹ i fondi sovrani residenti in Asia sono stati i più attivi, in termini sia di numerosità delle acquisizioni effettuate sia di controvalore complessivo: da un lato, ciò potrebbe dipendere da una loro più accentuata operatività; dall'altro, anche da una loro maggiore trasparenza rispetto agli omologhi del Medio Oriente che, a parità di acquisizioni effettuate, potrebbero renderne pubbliche solo una parte. In termini di numerosità delle operazioni effettuate, i più rappresentati sono i due fondi di Singapore, il Temasek ed il GIC (con circa 1.187 operazioni complessive, pari al 57 per cento del totale), seguiti dal Khazanah della Malaysia (158 operazioni, il 7,6 per cento del totale) e dal CIC cinese (127 operazioni, il 6,1 per cento del totale). In termini di controvalore complessivo degli investimenti effettuati, è nuovamente il fondo Temasek di Singapore a guidare il *ranking* (con 107 miliardi di dollari di valore

²⁸ Questi dati si desumono dai rapporti periodici pubblicati dal fondo norvegese.

²⁹ Il fondo ADIA di Abu Dhabi può investire fino al 20 per cento del suo portafoglio in titoli a reddito fisso, seguendo un benchmark che geograficamente alloca il 35 per cento al Nord America, il 25 all'Europa, il 20 all'Asia sviluppata (Giappone e paesi di recente industrializzazione) e il restante 25 ai mercati emergenti. Purtroppo, dal rapporto annuale di ADIA non è possibile desumere un maggior dettaglio sul portafoglio a reddito fisso. Una quota pari al 21 per cento del totale dell'attivo del fondo CIC cinese è destinata al comparto obbligazionario, di questa il 70 per cento è rappresentato da titoli del debito sovrano; tuttavia, il rapporto annuale non contiene ulteriori informazioni relative alla suddivisione per area geografica e per valuta del portafoglio a reddito fisso. I due fondi russi, il *National Wealth Fund* e il *Reserve Fund*, adottano strategie molto prudentziali, caratterizzate da basso rischio di portafoglio e da una netta predominanza dell'investimento in titoli del debito sovrano con massimo rating di credito.

³⁰ Il campione è stato raccolto da uno degli autori e già utilizzato in un precedente studio. Si vedano Miceli (2011) e l'Appendice II per informazioni di dettaglio sulle relative modalità di costruzione.

³¹ Nel prosieguo del paragrafo si farà riferimento alla parte del dataset proprietario relativo solo alle operazioni di investimento azionario; non si prenderanno in considerazione i disinvestimenti.

complessivo delle operazioni effettuate, il 19 per cento del totale), seguito dal QIA del Qatar (per 83 miliardi), dal CIC cinese (per 81 miliardi) e dal GIC di Singapore (per 77 miliardi).³²

Dal punto di vista dell'allocazione geografica, nei venti anni intercorrenti tra il 1990 e il 2010 i fondi sovrani hanno distribuito le loro attività d'investimento azionario in 97 paesi: gli Stati Uniti hanno rappresentato la destinazione preferita in termini di *deal* complessivamente effettuati (348 operazioni di investimento, pari a 76 miliardi di dollari di controvalore), mentre il Regno Unito è il primo paese in termini di valore complessivo delle operazioni di cui è stato oggetto (pari a 78 miliardi di dollari, ripartiti su 134 *deal*). La **Tavola 3** accoglie il *ranking* dei primi 30 paesi destinatari delle operazioni di acquisto fondi sovrani, ordinati per ammontare complessivamente investito (nella terza colonna è riportato anche il numero delle operazioni di investimento nello stesso paese).

Tavola 3. Ranking dei principali paesi destinatari di acquisizioni da parte dei fondi sovrani

Paese			Paese				
	Valore (miliardi di dollari)	Numero di operazioni effettuate		Valore (miliardi di dollari)	Numero di operazioni effettuate		
1	Regno Unito	78.0	134	16	Francia	7.6	55
2	Stati Uniti	76.0	348	17	Giappone	6.9	26
3	Cina	70.0	168	18	Svezia	6.1	9
4	Australia	32.0	88	19	Taiwan	5.5	13
5	Germania	30.0	34	20	Italia	5.1	28
6	Svizzera	27.0	15	21	India	5.0	114
7	Spagna	26.0	16	22	Corea del Sud	4.7	32
8	Emirati Arabi Uniti	21.0	74	23	Arabia Saudita	4.4	7
9	Irlanda	20.0	21	24	Brasile	4.0	12
10	Singapore	20.0	219	25	Thailandia	4.0	38
11	Qatar	18.0	17	26	Turchia	3.7	9
12	Canada	15.0	28	27	Belgio	3.2	12
13	Malaysia	13.0	138	28	Lussemburgo	3.1	5
14	Hong Kong	12.0	74	29	Paesi Bassi	2.8	10
15	Indonesia	9.1	54	30	Danimarca	2.0	16
Totale			535.2	1,814			

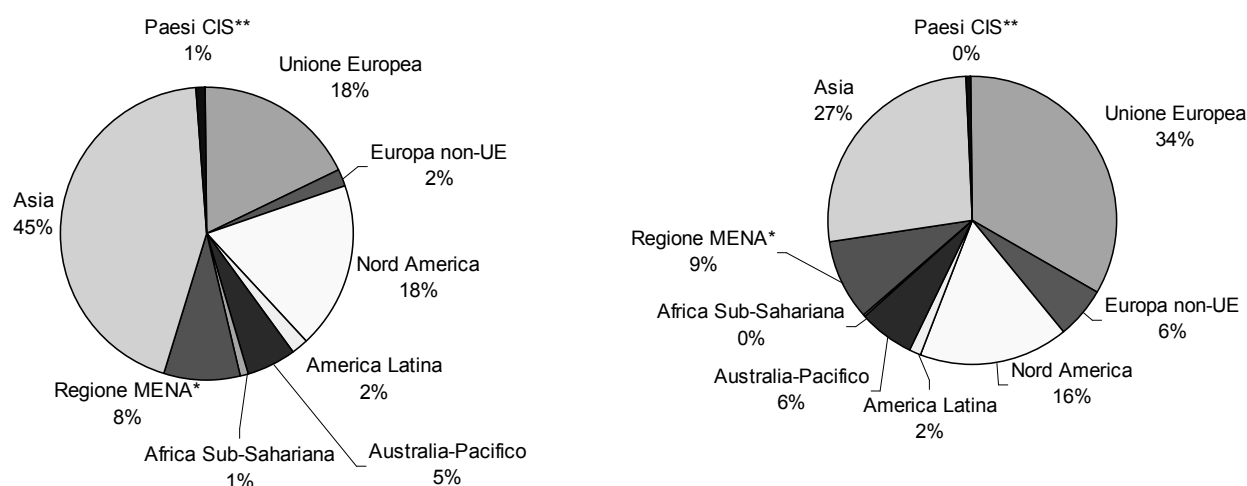
Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario.

In termini di macro-aree, i mercati preferiti sono quello asiatico e quello europeo, seguiti dal Nord America: come si evince dalla **Figura 3**, il 45 per cento del totale delle transazioni effettuate (931 *deal*), pari al 27 per cento in termini di valore, è stato diretto verso i paesi asiatici, a fronte di un numero di acquisizioni in aziende residenti nei paesi dell'Unione Europea pari al 18 per cento (378 operazioni), che tuttavia rappresentano il 34 per cento del totale in termini di valore. Il Nord America si attesta, infine, su una quota

³² Vi sono, comunque, molti casi 'anomali' di fondi sovrani che sono sotto-rappresentati rispetto alle dimensioni del loro attivo (un esempio è dato dal *Government Pension Fund* norvegese): pur avendo portafogli tra i più significativi, e investendone una parte consistente in azioni, tali fondi tipicamente lo fanno in quote modeste (inferiori all'1 per cento) che non sono tracciate dai database di *mergers&acquisitions* internazionali. Lo stesso discorso può essere fatto valere per fondi che seguono strategie di investimento simili, quali l'*Hong Kong Monetary Authority*, o che sono piuttosto opachi, come il SAMA dell'Arabia Saudita.

pari al 18 per cento in termini di numero di investimenti (376), a fronte di un 16 per cento in termini di ammontare totale.

Figura 3. Ripartizione geografica degli investimenti dei fondi sovrani in termini di numero di operazioni (grafico di sinistra) e controvalore complessivo (grafico di destra)



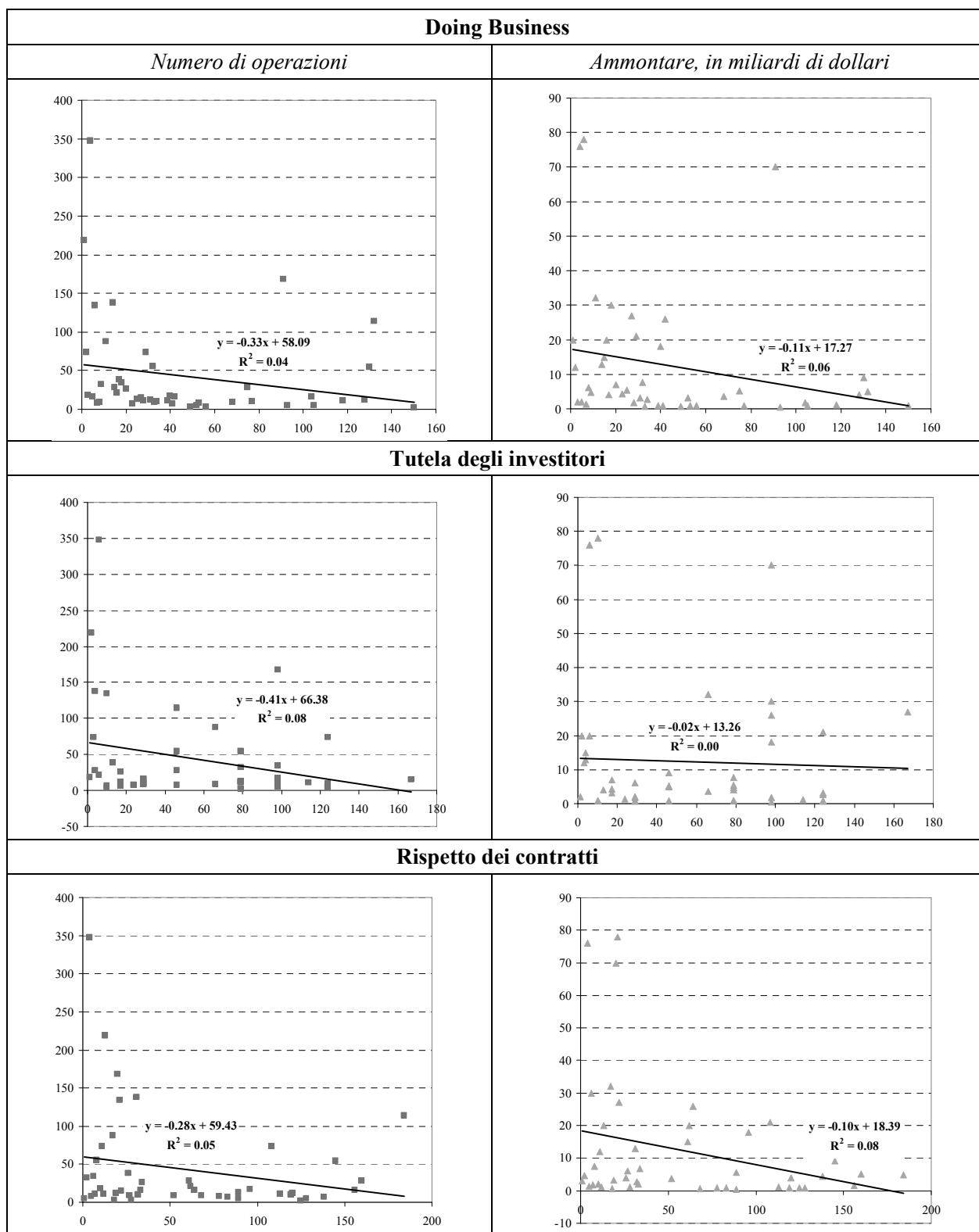
Note: * MENA: Medio Oriente e Africa settentrionale; ** CIS: Comunità degli Stati indipendenti.

Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario.

Nel periodo 1990-2010, i fondi sovrani hanno prediletto l'investimento nelle economie avanzate, cui è stato diretto il 60 per cento delle acquisizioni (1.263 deal) pari al 70 per cento del totale degli investimenti (395 miliardi di dollari). La preferenza accordata alle economie avanzate può essere legata, oltre che al maggior grado di sviluppo dei mercati finanziari, anche ai più elevati standard istituzionali in termini di qualità della regolamentazione dell'attività produttiva. E' possibile riscontrare, infatti, l'esistenza di una correlazione tra, da un lato, l'operatività dei fondi sovrani in termini di numero di operazioni effettuate e relativo controvalore e, dall'altro lato, alcuni indicatori di qualità istituzionale (*Doing Business* della Banca Mondiale).³³ In particolare, come evidenziato nella **Figura 4**, i fondi sovrani avrebbero diretto un maggior numero di operazioni ed un più elevato ammontare di risorse verso quelle economie caratterizzate da una più elevata qualità della regolamentazione d'impresa e, in particolare, da un ranking migliore nel grado di tutela degli investitori e nel rispetto dei contratti. La relazione negativa è rispettata anche qualora i due outlier rappresentati da Regno Unito e Stati Uniti fossero tolti dal campione.

³³ Il progetto analizza le caratteristiche della regolamentazione in dieci aree rilevanti per l'attività produttiva (avvio d'impresa, permesso di costruzione, fornitura di elettricità, registrazione della proprietà, accesso al credito, tutela degli investitori, pagamento delle tasse, commercio con l'estero, rispetto dei contratti, chiusura d'impresa) e fornisce una classifica dei paesi in base ai punteggi realizzati in ciascuna delle aree analizzate. La metodologia adottata prevede l'individuazione delle caratteristiche della regolamentazione ritenute "ottimali" con riguardo alle aree che interessano l'attività d'impresa oggetto di analisi. Sulla base delle valutazioni fornite da rispondenti nazionali su un caso standard esemplificativo e omogeneo tra paesi, vengono costruiti indicatori quantitativi in ciascun comparto relativi agli oneri (costi, tempi, numero di procedure, ...) che la regolazione impone alle imprese.

Figura 4. Relazione tra investimenti dei fondi sovrani e indicatori di *Doing Business* (1)



Note: (1) sull'asse orizzontale è riportato il ranking che i vari paesi in cui i fondi sovrani hanno investito nel periodo 1995-2010 hanno assunto nelle tre categorie indicate.

Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario e dati Doing Business 2012.

Del totale delle transazioni di acquisto identificate nel dataset, solo 28 fanno riferimento all'Italia, per un controvalore complessivo di 5,1 miliardi di dollari. Situazione ben diversa da quella della Germania che, con pochi *deal* in più (34), totalizza un ammontare complessivo di 30 miliardi di dollari, evidenziando acquisti di importi mediamente più elevati (**Tavola 3**).³⁴ Il fondo sovrano più attivo sul mercato italiano è il libico LIA con investimenti in Juventus FC, Olcese, Fiat ed Eni, nonché la rilevante partecipazione in Unicredit. Segue il GIC con investimenti in attività immobiliari, Snai e Tod's. I fondi del Medio Oriente si sono concentrati prevalentemente nel settore finanziario (IPIC ha anch'esso investito recentemente in Unicredit), nel manifatturiero (Mubadala ha investito in Piaggio e Ferrari), nel *real estate* (QIA ha acquistato il complesso Gallia Meridien a Milano) e nelle telecomunicazioni (ADIA ha investito in Mediaset). Nel complesso, la gran parte degli investimenti effettuati in Italia è stata diretta al settore finanziario (il 65 per cento dell'ammontare totale), a sua volta rappresentato dagli investimenti in Unicredit; segue il settore immobiliare, con il 17 per cento del valore; il settore manifatturiero avrebbe raccolto solo il 5 per cento degli investimenti totali.³⁵

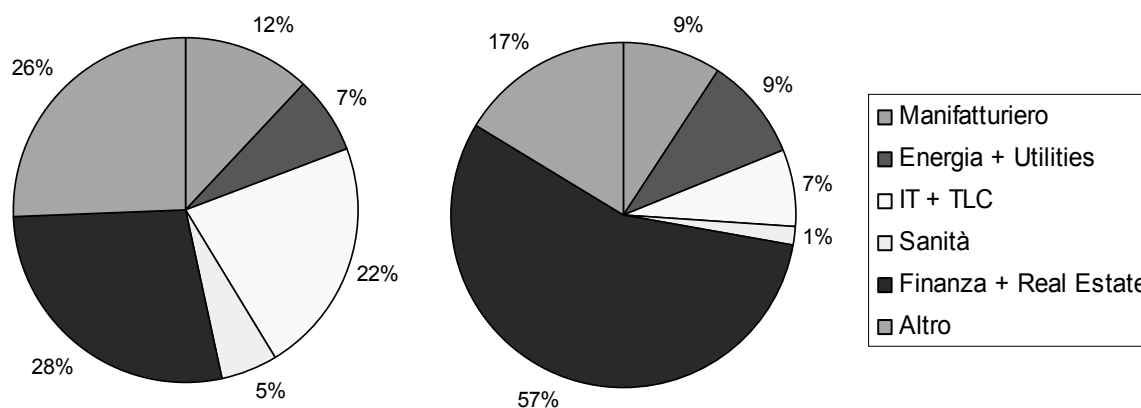
Dal punto di vista dell'allocazione settoriale – facendo riferimento alla classificazione a 12 settori proposta nel 1997 da Eugene Fama e Kenneth R. French (cfr. **Tavola 4..A** nell'**Appendice IV** per ulteriori dettagli) – i fondi sovrani hanno privilegiato gli investimenti nel comparto finanziario, interessato da quasi il 30 per cento del totale delle operazioni, pari a quasi il 60 per cento degli ammontari investiti, con un valore medio per acquisizione più elevato che negli altri settori (**Figura 5**).³⁶

³⁴ Va rilevato che il tessuto produttivo italiano, caratterizzato da imprese di piccole e medie dimensioni, potrebbe non rappresentare un fattore favorevole per gli investimenti da parte dei fondi sovrani che, alla luce della letteratura riportata nel testo principale, sembrano invece preferire investimenti in imprese di grandi dimensioni. Ciò potrebbe rappresentare un importante fattore alla base delle differenze rispetto ad altri paesi dell'UE come Regno Unito, Germania, Spagna e Francia.

³⁵ Nel corso del 2012, facendo riferimento a informazioni non contenute nel dataset, si segnalano il potenziamento dell'investimento in Unicredit da parte del fondo Aabar appartenente all'IPIC di Abu Dhabi (dal 4,99 al 6,50 per cento del capitale) e quello in Valentino da parte del QIA (735 milioni di euro). Tale fondo ha avviato, sempre nel corso del 2012, una joint venture da 2 miliardi di euro con il Fondo strategico italiano di proprietà della Cassa Depositi e Prestiti con l'obiettivo di investire in aziende del *made in Italy*.

³⁶ Nella classificazione di Fama e French il settore finanziario include non solo le banche commerciali e di investimento e le compagnie assicurative, ma anche il settore immobiliare che ha parimenti rappresentato una destinazione tradizionale degli investimenti azionari da parte dei fondi sovrani.

Figura 5. Ripartizione settoriale degli investimenti dei fondi sovrani in termini di numero di operazioni (grafico di sinistra) e controvalore complessivo (grafico di destra)



Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario.

La preferenza per il settore finanziario ha caratterizzato soprattutto gli anni a cavallo del tracollo di Lehman Brothers, nel settembre 2008. Gli investimenti in questo settore, partendo da un mero 9 per cento del totale delle operazioni effettuate nel 2000, giungono a rappresentare una quota pari al 39 per cento nel biennio 2007-2008, per poi scendere a meno del 30 nel 2010 [cfr. Sezione 7]. Tra 2007 e 2008 i fondi sovrani furono chiamati a iniettare nuovo capitale in numerose istituzioni bancarie occidentali, che si trovavano in gravi condizioni di illiquidità. Le crescenti tensioni che si diffusero su tutti i mercati finanziari internazionali, determinando cospicue svalutazioni delle attività di importanti istituti di credito, fornirono ai fondi sovrani una chiara opportunità per acquisire partecipazioni azionarie in alcuni di questi a condizioni relativamente vantaggiose. La maggior parte di queste transazioni furono negoziate su base bilaterale piuttosto che attraverso l'acquisto sui mercati regolamentati; inoltre, tutte le operazioni riguardarono quote non di controllo, inferiori a quelle che avrebbero fatto scattare l'intervento delle autorità di regolamentazione domestiche. Alcune delle più importanti operazioni di acquisto di partecipazioni azionarie in istituti bancari occidentali sono riportate nella **Tavola 4**.

Tavola 4. Principali investimenti in istituzioni finanziarie occidentali

Data	Fondo Sovrano	Target	Valore (miliardi di dollari)
27 marzo 2006	Temasek	Standard Chartered	4,000
6 ottobre 2006	Istithmar	Standard Chartered	1,000
23 luglio 2007	Temasek	Barclay's	2,000
27 novembre 2007	ADIA	Citigroup	7,500
10 dicembre 2007	GIC	UBS	9,760
19 dicembre 2007	CIC	Morgan Stanley	5,000
27 dicembre 2007	Temasek	Merrill Lynch	4,400
15 gennaio 2008	GIC	Citigroup	6,880
15 gennaio 2008	KIC	Merrill Lynch	2,000
15 gennaio 2008	KIA	Merrill Lynch	2,000
16 gennaio 2008	KIA	Citigroup	3,000
28 gennaio 2008	QIA	Credit Suisse	3,000
8 febbraio 2008	GIC	UBS	14,400
25 giugno 2008	QIA	Barclay's	3,500
27 luglio 2008	Temasek	Merrill Lynch	3,400

Fonte: *Quadrio Curzio e Miceli (2010)*

Un settore che è stato caratterizzato da un crescente interesse è quello dell'energia e utilities che, sul totale dei dati a nostra disposizione, rappresenta il 9 per cento dell'ammontare complessivo degli investimenti effettuati dai fondi sovrani nel periodo in esame (pari a 54 miliardi di dollari ripartiti su 150 *deal*). Gli investimenti in questo settore, in combinazione con quello delle materie prime, sono triplicati nel corso del periodo in oggetto, passando dal 5 per cento del totale nel 2000 al 15 nel 2010. Questo sviluppo rifletterebbe la necessità di soddisfare una domanda crescente di materie prime per l'industria nazionale, soprattutto da parte delle principali economie emergenti [cfr. Sezione 7].

Infine, gli investimenti destinati al settore manifatturiero e, soprattutto, a quello dell'information technology e delle telecomunicazioni (7 per cento dell'ammontare complessivo, pari a 94 miliardi di dollari ripartiti su 717 *deal*) possono essere ricondotti a strategie di politica industriale, quali l'espansione in settori produttivi diversi da quelli nazionali, o alla possibilità di appropriarsi di nuove tecnologie. Il picco degli acquisti azionari nel settore dell'information technology e delle telecomunicazioni è nel 2000, anno in cui gli investimenti raggiungono quasi il 60 per cento del totale; già a partire dal 2001, con lo scoppio della bolla dei titoli tecnologici, si assiste a un generalizzato ridimensionamento degli investimenti in questo settore (39 per cento del totale), per arrivare a rappresentare solo il 13 nel 2010 [cfr. Sezione 7].³⁷

Un importante aspetto dell'attività d'investimento azionario dei fondi sovrani riguarda l'entità delle partecipazioni acquisite nel capitale delle imprese target. Le analisi concordano nel mostrare che, in genere, i

³⁷ La parte residuale delle acquisizioni effettuate dai fondi sovrani nel periodo 1990-2010 (il 18 per cento circa in valore) è stata destinata ad altri settori, quali sanità, trasporti, costruzioni, turismo, servizi non finanziari.

fondi sovrani acquisiscono partecipazioni significative, anche se non necessariamente di controllo. Dewenter *et al.* (2010) stimano una quota di partecipazione media pari al 27,5 per cento; la quota stimata da Knill *et al.* (2012) è pari al 23,4 per cento, pur con delle ampie differenziazioni a livello di paese di destinazione.³⁸ Nello studio di Bernstein *et al.* (2009), invece, la partecipazione media sale a oltre il 50 per cento, con valori ancora superiori per i fondi del Medio Oriente. Dyck e Morse (2011), infine, legano il livello di partecipazione nell'azienda *target* alla motivazione dell'investimento: la variabile che misura la motivazione di pianificazione industriale risulta correlata positivamente alla 'partecipazione attiva' (definita dagli autori come una partecipazione superiore al 5 per cento).

Nel dataset proprietario, la dimensione media delle acquisizioni è pari al 30,3 per cento del capitale dell'azienda target; tuttavia, occorre precisare che: a) le informazioni utilizzate per la costruzione del dataset sono in parte distorte, in quanto registrano solo le operazioni di una certa rilevanza;³⁹ b) è necessario distinguere tra fondi sovrani che investono in portafogli globali molto diversificati (come il *Norwegian Government Pension Fund*) – che, replicando un indice di riferimento, tendono ad investire in un elevato numero di aziende per lo più con partecipazioni inferiori all'1 per cento e, per questo, difficilmente documentate sia a livello di stampa che di database internazionali – e fondi sovrani come ADIA, CIC, Temasek, Mubadala e Khazanah che prediligono partecipazioni di dimensioni più rilevanti in un'ottica strategica. Nel dataset proprietario, la seconda tipologia di fondi sovrani è quella più rappresentata.

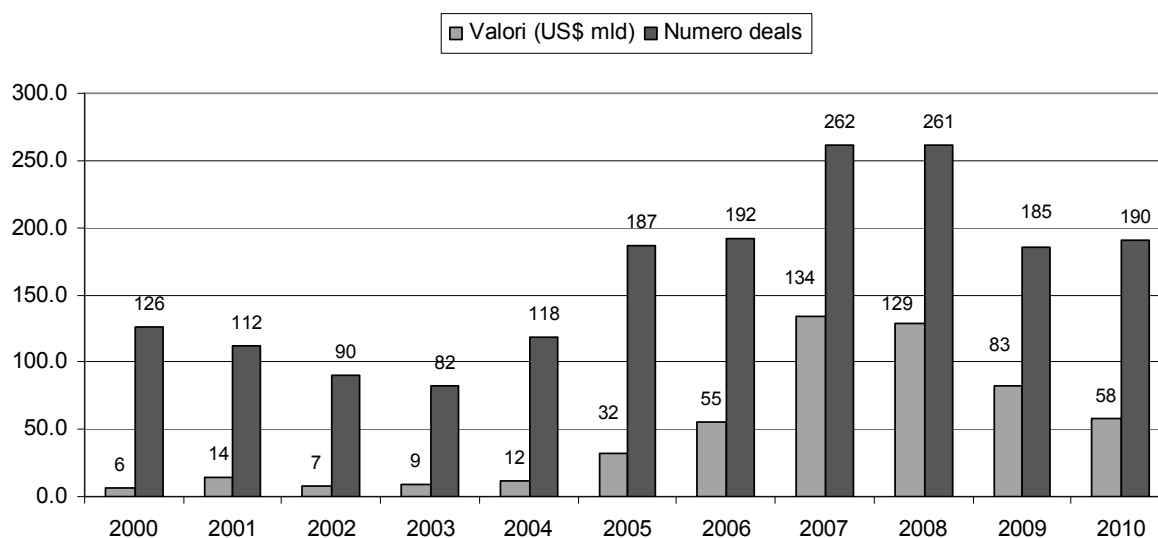
7. Il comportamento dei fondi sovrani sui mercati azionari dopo la crisi finanziaria

La **Figura 6** riporta il numero e il valore complessivo delle operazioni effettuate nel periodo 2000-2010 dai 29 fondi sovrani presenti nel dataset proprietario. L'attività di investimento ha segnato un picco nel 2007-2008, per poi rallentare nel corso del 2009, sia in termini di operazioni effettuate sia di controvalore, sulla scia delle accresciute tensioni sui mercati finanziari internazionali e delle ingenti perdite che molti fondi sovrani hanno subito sugli investimenti realizzati. Il numero di operazioni effettuate è aumentato, seppur marginalmente, nel corso del 2010, a fronte di un nuovo ridimensionamento del valore.

³⁸ Inoltre, la situazione sembra cambiare secondo il paese di destinazione: negli Stati Uniti, ad esempio, le partecipazioni detenute dai fondi sovrani tenderebbero a essere inferiori (tipicamente sotto il 10 per cento) rispetto al resto del mondo.

³⁹ Thomson One Banker, ad esempio, registra solo le operazioni di M&A che superano il milione di dollari.

Figura 6. Distribuzione temporale degli investimenti dei fondi sovrani (2000-2010)



Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario.

Nel 2009 sono state realizzate 185 operazioni di acquisto di pacchetti azionari, per un ammontare complessivo pari a 83 miliardi di dollari, con una riduzione del 61 per cento in termini di valore (del 42 per cento in termini di numero di operazioni effettuate) rispetto ai picchi segnati nel 2007. Nel 2010, con il graduale allentamento delle tensioni sui mercati finanziari internazionali, l'attività di investimento azionario dei fondi è marginalmente aumentata in termini di numero di operazioni effettuate (190 in tutto, il 3 per cento in più rispetto al 2009), mentre si è ridotto ulteriormente il loro controvalore complessivo (pari a 58 miliardi di dollari, il 43 per cento in meno dell'anno precedente). Questa evidenza potrebbe essere dovuta a due cause: da un lato, in questo periodo non sono state annunciate rilevanti operazioni di ricapitalizzazione, come invece è avvenuto nel corso del 2009; dall'altro, il dato potrebbe anche indicare una maggiore cautela da parte dei fondi sovrani nella realizzazione di operazioni di acquisizione troppo dispendiose.

In termini di **allocazione settoriale** (Figura 7), nel corso del 2009 si assiste a un netto ridimensionamento degli investimenti nel settore finanziario, che avevano guidato la forte crescita nei due anni immediatamente precedenti: gli acquisti di pacchetti azionari in questo settore sono passati dal picco di 90 miliardi di dollari nel 2007 (il 67 per cento del totale) a soli 11 miliardi nel 2009 (13 per cento), segnando una riduzione di oltre l'80 per cento in valore. Nel 2010 il settore finanziario sembra riprendersi, con 43 nuove operazioni di acquisizione per un controvalore pari a 32 miliardi di dollari, più della metà delle risorse investite nello stesso anno dai 29 fondi sovrani presenti nel campione. Poche operazioni hanno riguardato direttamente istituti bancari;⁴⁰ la maggioranza ha, infatti, riguardato società di *private equity*, compagnie di assicurazione e fondi comuni specializzati in *frontier markets*.⁴¹ Si assiste, allo stesso tempo, a una crescente preferenza per gli

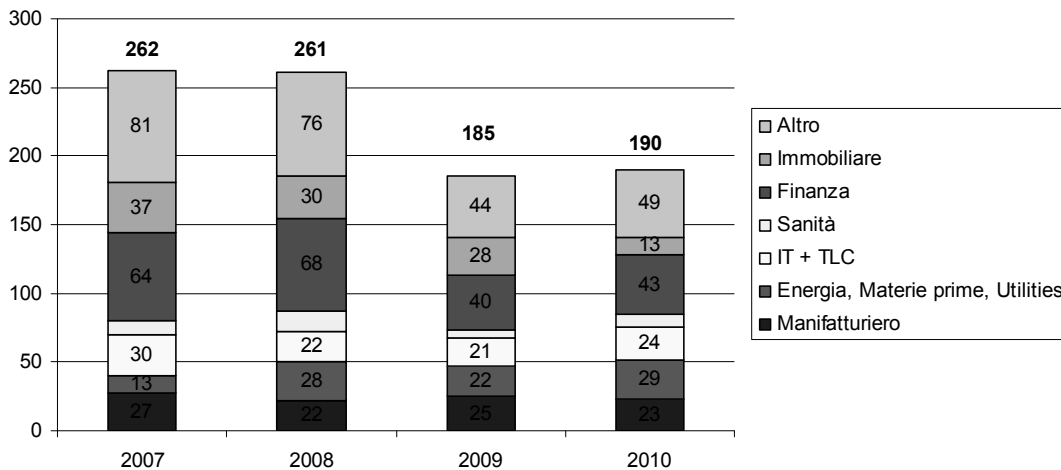
⁴⁰ Una di queste riguarda l'acquisto del 5 per cento di Unicredit da parte di Aabar Investment, sussidiaria della IPIC di Abu Dhabi avvenuta in due *tranche* tra il 2009 e il 2010 per un totale di 2,3 miliardi di dollari investiti.

⁴¹ In questo aggregato sono tradizionalmente ricomprese le economie emergenti con una capitalizzazione del mercato azionario inferiore al 3 per cento dell'indice MSCI World (pari a circa 7 miliardi di dollari a fine 2011).

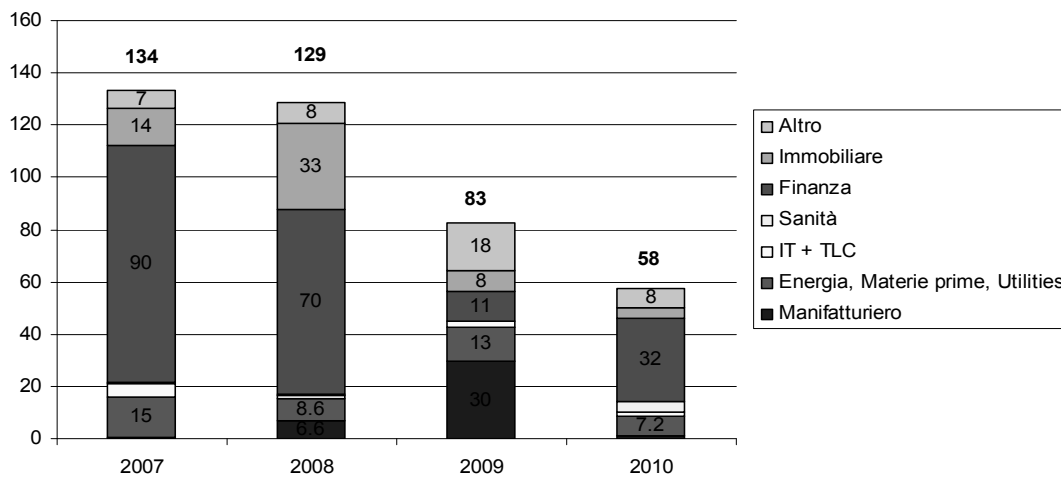
investimenti nel settore energetico, delle materie prime e *utilities*, passati da uno scarno 5 per cento nel 2007 al 15 per cento del totale degli acquisti effettuati nel corso del 2010; si accresce anche la quota in termini di valore, da circa l'11 per cento nel 2007 al 14 per cento nella media degli ultimi due anni disponibili.

Figura 7. Distribuzione settoriale degli investimenti dei fondi sovrani (2007-2010) in termini di:

a) Numero di operazioni effettuate



b) Controvalore complessivo, in miliardi di dollari



Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario.

La tendenza a investire nel settore energetico, delle materie prime e utilities ha caratterizzato per lo più i fondi sovrani con un approccio strategico e non d'investimento puramente finanziario, soprattutto quelli detenuti dalle economie emergenti che effettuano acquisizioni azionarie all'estero per sostenere lo sviluppo produttivo e la diversificazione dell'economia domestica, oppure per soddisfare la crescente domanda di materie prime da parte dell'industria nazionale. Esempio, a riguardo, è il caso del fondo sovrano cinese CIC che, tra il 2009 e il 2010, ha compiuto una serie di acquisizioni in importanti compagnie dei settori energetico, delle materie prime e delle *utilities* per importi unitari molto rilevanti, come evidenziato nella **Tavola 5**. Si

osserva come, nel biennio, la quota di investimenti nei suddetti settori abbia raggiunto una quota pari a circa un terzo del totale delle operazioni complessivamente effettuate e al 40 per cento del relativo controvalore, (per circa 26 miliardi di dollari). Ciò è tanto più significativo se si considera che negli anni precedenti questa quota era quasi nulla, e che questo risultato è stato raggiunto in un anno e mezzo soltanto. A fine 2011, la quota di portafoglio azionario allocata al settore energetico, delle materie prime e delle *utilities* ammontava al 26 per cento del totale, contro il 20 per cento investito nel settore dei beni di consumo, il 19 per cento nel settore finanziario, il 10 per cento nell'*information technology*, il 9 per cento in altri settori industriali. Il cambio di strategia d'investimento rivela come il CIC non possa considerarsi un investitore finanziario puro, ma piuttosto un attore che segue anche logiche legate alla politica industriale e alle strategie di crescita della Cina.

Tavola 5. Acquisizioni del fondo CIC nei settori energetico, minerario e utilities (2009-2010)

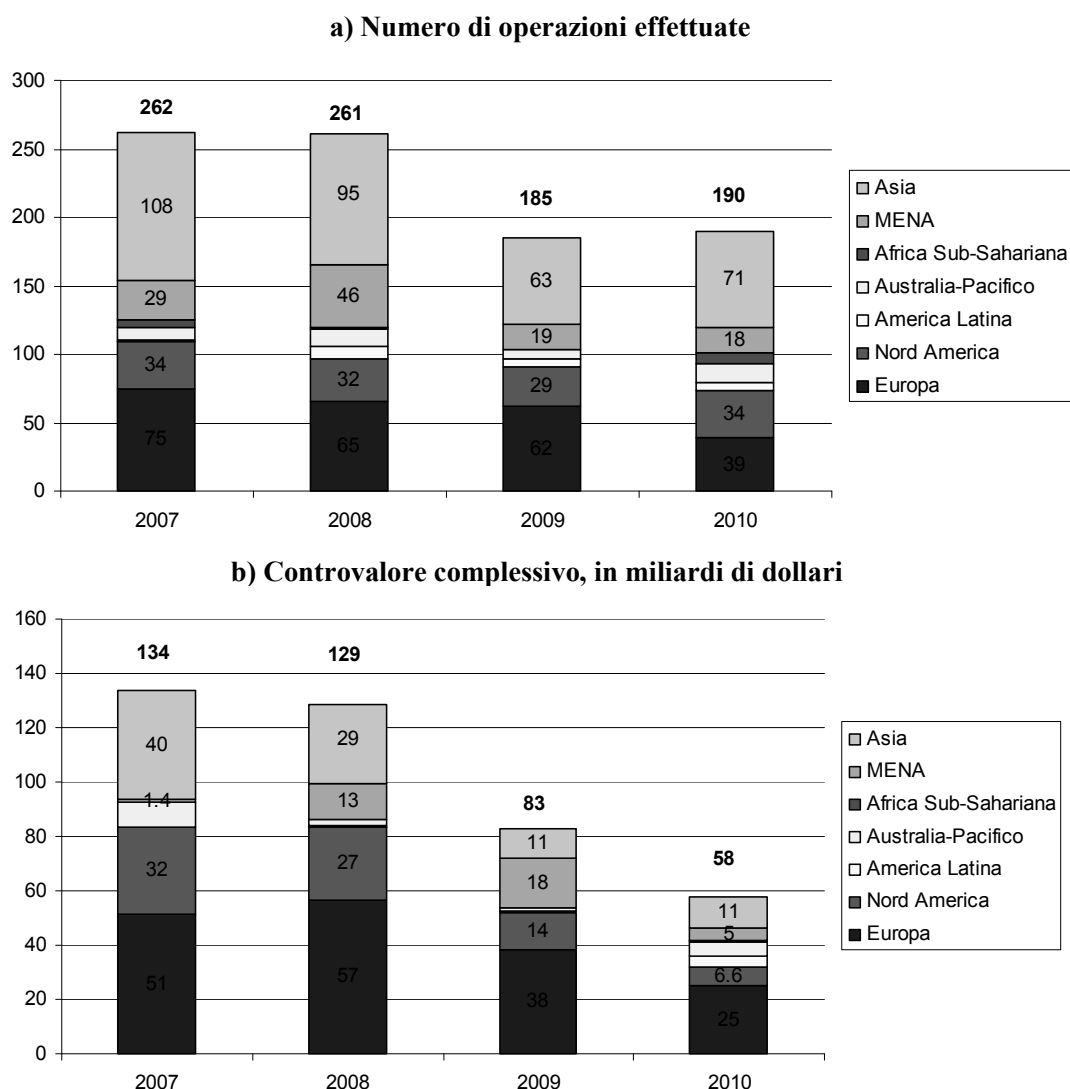
Azienda	Anno	Ammontare (in milioni di dollari)	Paese target	Settore
Teck Resources	2009	1,558	Canada	Minerario
KazMunai Gas	2009	939	Kazakhstan	Petrolio e Gas
CJSC Nobel Oil	2009	n.d.	Russia	Petrolio e Gas
Iron Mining International	2009	700	Hong Kong	Minerario
South Gobi	2009	500	Canada	Carbone
AES Wind Generation	2009	571	Stati Uniti	<i>Utilities</i>
Nobel Oil Group	2009	300	Russia	Petrolio e Gas
AES	2010	1,581	Stati Uniti	<i>Utilities</i>
Penn West Energy Trust	2010	805	Canada	Petrolio e Gas
Penn West Petroleum	2010	416	Canada	Petrolio e Gas
Cheasepeake Energy	2010	2,600	Stati Uniti	Petrolio e Gas
BUMA	2010	73	Indonesia	Minerario

Fonte: *Quadrio Curzio, Miceli e Rosenthal (2012)*.

In termini di **allocazione geografica (Figura 8)**, i mercati sviluppati hanno continuato a rappresentare la destinazione principale delle acquisizioni dei fondi sovrani presenti nel campione: tale tendenza ha riguardato anche i paesi europei – grazie, soprattutto, alla capacità attrattiva del Regno Unito – nonostante le perduranti tensioni finanziarie e i riflessi negativi sull'economia reale. A fronte del già citato ridimensionamento dell'attività d'investimento dei fondi sovrani, una quota crescente delle risorse complessive investite è stata destinata a questa regione (dal 38 per cento nel 2007 al 43 nel 2010).⁴² Al contrario, il peso dei mercati dell'area asiatica si è ridotto nel corso degli ultimi quattro anni sia in termini di numero di *deal* sia, soprattutto, in termini di controvalore complessivo. Nell'ambito delle economie emergenti, sembra essere in atto, inoltre, una crescente diversificazione geografica, con un aumento nel numero e nel valore delle operazioni di investimento in imprese dell'America latina e dell'Africa sub-sahariana.

⁴² Tale aggregato comprende la UE, la Norvegia e la Turchia.

Figura 8. Distribuzione settoriale degli investimenti dei fondi sovrani (2007-2010) in termini di:



Fonte: elaborazione degli autori su dataset proprietario.

Complessivamente, nonostante la crescente diversificazione geografica dell'attività di investimento dei fondi sovrani, non emerge una chiara evidenza di uno spostamento dalle economie avanzate a quelle emergenti: anzi, la quota delle operazioni sui mercati dei paesi avanzati è rimasta pressoché costante nel corso degli ultimi anni, pari al 54 per cento in termini di numero di deal e al 70 per cento in termini di controvalore. Nonostante la crisi abbia colpito duramente le economie avanzate, e nonostante quelle emergenti abbiano dimostrato maggiore forza e una più rapida ripresa, fino al 2010 le prime continuano a rappresentare mercati privilegiati, per capienza e liquidità dei mercati nonché per le opportunità di acquistare attività di pregio a prezzi di mercato più bassi rispetto alle quotazioni pre-crisi. Un altro fattore che può contribuire a spiegare la tenuta degli investimenti dei fondi sovrani nelle economie avanzate è l'evoluzione intercorsa

nell'atteggiamento di tali economie nei confronti di questo gruppo di investitori. Dopo una fase di chiusura manifestatasi anche con una serie di misure regolamentari di carattere protezionistico che hanno caratterizzato sia i paesi europei sia gli Stati Uniti, la crisi finanziaria e reale avviatasi nel 2008, con il fabbisogno di liquidità che la stessa ha determinato, ha favorito un graduale ammorbidimento di queste posizioni e delle relative regolamentazioni restrittive.

Il dataset proprietario si ferma al 2010 e non permette, quindi, di tenere conto degli sviluppi più recenti. Alla luce delle informazioni riportate in Bortolotti e Barbary (2012), in cui sono riportati i dati aggiornati al 2011, l'attività di investimento dei fondi sovrani sembrerebbe aver segnato una netta accelerazione sia in termini di numero di operazioni effettuate sia in termini di controvalore.⁴³ Il settore finanziario avrebbe rappresentato la destinazione principale dell'attività d'investimento, ma gli acquisti azionari effettuati sembrano esulare da logiche strettamente di portafoglio, ubbidendo piuttosto a strategie di politica industriale volte a sostenere l'economia domestica, dato che molte operazioni hanno riguardato ricapitalizzazioni di istituti bancari nazionali.⁴⁴ In termini geografici, i due autori rilevano una maggiore attenzione dei fondi sovrani verso le economie emergenti: non solo le operazioni di investimento diretto in compagnie residenti in queste economie sono state più numerose, ma anche molti degli acquisti di pacchetti azionari nelle economie avanzate hanno riguardato imprese con una grande esposizione verso le economie emergenti.⁴⁵ Questi dati mostrano, quindi, un interesse crescente per i rendimenti attesi dalle attività d'investimento nelle economie emergenti in espansione, cui contrasta la ricerca di investimenti sicuri in termini di protezione legale e *governance*, che caratterizza le economie avanzate.

In conclusione, nonostante la perdurante incertezza legata agli sviluppi della crisi del debito sovrano nelle economie avanzate e allo stato della congiuntura internazionale, i principali fondi sovrani sembrano avere subito un calo relativamente moderato nella loro attività di investimento sui mercati azionari internazionali. Sulla base delle informazioni desumibili dal dataset proprietario, infatti, negli anni post-crisi i disinvestimenti non hanno mai superato gli investimenti, sia in termini di numero di *deal* sia di controvalore complessivo. In particolare, nel 2008-2009 gli afflussi netti al comparto azionario attribuibili alle operazioni dei fondi sovrani sono rimasti positivi ammontando, rispettivamente, a circa 100 e 45 miliardi di dollari.

Un confronto con un'altra importante categoria di investitori istituzionali è opportuno. Nel cuore della crisi finanziaria avviatasi nel 2008 i fondi comuni di investimento, ad esempio, hanno mostrato un comportamento pro-ciclico – attribuibile all'esistenza di interazioni strategiche tra investitori e manager (Raddatz e Schmukler, 2011) – riducendo in modo significativo la loro esposizione nei confronti dei paesi in difficoltà. In periodi di forti tensioni sui mercati finanziari internazionali, i fondi comuni non si comporterebbero come investitori *deep pocket* che, acquistando titoli a prezzi di saldo, stabilizzano i mercati. Anzi, la necessità da parte dei manager di liquidare prontamente le posizioni assunte per fare fronte alle richieste di rimborso degli investitori finisce per rendere i fondi comuni uno strumento di propagazione e di

⁴³ Ricorrendo ad un campione di acquisizioni azionarie confrontabile con il nostro poiché basato su criteri di ricerca simili, gli autori riportano un totale di 237 operazioni effettuate nel corso del 2011 (con una crescita del 15 per cento rispetto al dato del 2010), per un controvalore complessivo pari a 81 miliardi di dollari (con una crescita del 42 rispetto al dato del 2010 e tornato sui livelli del 2009).

⁴⁴ Ad esempio, il *National Pension Fund* irlandese ha iniettato circa 13 miliardi di dollari di nuovo capitale in *Allied Irish Banks*; il CIC cinese 3,15 miliardi di dollari nella *China Export and Credit Insurance Corporation* e, assieme a Temasek Holdings di Singapore, circa 6,75 miliardi di dollari per ricapitalizzare la *China Construction Bank*.

⁴⁵ Si consideri, ad esempio, gli investimenti effettuati dal fondo qatariota QIA in due *utilities* spagnole con forte presenza in America latina (2,7 miliardi di dollari nella spagnola Iberdrola e 230 milioni in *Energias de Portugal*) o quelli in LVMH e Tiffany & Co. che hanno crescenti quote di mercato in Cina e Medio Oriente.

amplificazione degli shock. Secondo i dati dell'*Emerging Portfolio Fund Research* (EPFR) – specializzato nella raccolta e diffusione di informazioni sull'operatività di questo gruppo di investitori – nel corso del 2008 i fondi comuni specializzati nei mercati azionari, ed operanti su scala globale, hanno segnato disinvestimenti netti per circa 254 miliardi di dollari,⁴⁶ riducendo di circa il 55 per cento il patrimonio complessivamente gestito; i deflussi, inoltre, si sono rivelati più ampi nei paesi più direttamente esposti alla crisi finanziaria, cioè quelli dell'Europa avanzata (per circa 96 miliardi di dollari) e dell'America settentrionale (per 67 miliardi di dollari). Questi dati confermano il comportamento dei fondi comuni come strumento di contagio e di propagazione della crisi finanziaria. Le persistenti tensioni legate all'aggravarsi della crisi del debito sovrano nei paesi periferici dell'area dell'euro hanno, infine, avuto un impatto complessivamente negativo sull'attività di questa categoria di investitori istituzionali anche negli anni successivi: dopo afflussi netti positivi complessivamente modesti nel 2009 e 2010 (pari, rispettivamente, a 7,2 e 29 miliardi di dollari), i fondi comuni azionari sono tornati a segnare ampi disinvestimenti netti nel 2011 (pari a 186 miliardi di dollari).

Diverse sono le ragioni alla base di questa evidenza. Da un lato, è possibile che i fondi sovrani abbiano beneficiato di una minore concorrenza da parte di altri importanti investitori istituzionali (quali fondi comuni e fondi pensione), riuscendo a realizzare operazioni di acquisto che difficilmente avrebbero potuto porre in essere negli anni precedenti, caratterizzati da condizioni più distese sui mercati finanziari internazionali. Dall'altro, anche alla luce delle pressioni da parte della comunità internazionale volte ad assicurare una maggiore trasparenza, potrebbe essere semplicemente aumentato il numero delle operazioni di investimento di cui si diffondono informazioni più dettagliate.

Sebbene sembri plausibile che i fondi sovrani rappresentino effettivamente degli investitori *deep pocket* – in grado di stabilizzare i mercati data la relativa solidità delle fonti di approvvigionamento delle risorse finanziarie di cui dispongono – più robuste analisi econometriche sarebbero, comunque, desiderabili al fine di identificare con maggiore precisione le determinanti delle operazioni di investimento dei fondi sovrani, i fattori che spingono a investire in specifici paesi e settori, l'impatto dell'insorgere di episodi di crisi finanziaria sulla loro operatività.

⁴⁶ Per investimento netto si intende la somma algebrica tra nuovi acquisti e rimborsi di titoli in portafoglio; un valore positivo rappresenta un afflusso netto di capitale; un valore negativo rappresenta, invece, un deflusso netto.

Appendice I – I fondi sovrani esistenti

La **Tavola 1.A** riporta tutti i fondi sovrani esistenti, ordinati per dimensione dell'attivo, con informazioni relative a: a) paese di origine; b) ammontare totale dell'attivo a fine 2011 (tranne ove diversamente specificato); c) anno di creazione; d) origine della ricchezza ('*Commodity*' per i fondi di derivazione petrolifera o da altre materie prime; '*Non-commodity*' per tutti gli altri); e) tipologia istituzionale (cfr. Kunzel et al., 2011): Fondo di stabilizzazione (*Stabilization Fund*); Fondo di risparmio (*Savings Fund*); Fondo pensione (*Pension Reserve Fund*); Società di investimento delle riserve (*Reserve Investment Corporation*); f) livello di trasparenza (misurato dall'indice Linaburg-Maduell).

Tavola 1.A Lista dei fondi sovrani esistenti, ordinati per totale dell'attivo a fine 2011

Fondo Sovrano	Paese	Totale attivo (miliardi di dollari)	Anno di creazione	Origine	Tipologia	Indice di 'trasparenza'
SAFE Investment Company	Cina	568	1997	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Norwegian Government Pension Fund – Global (NGPF-G)	Norvegia	554	1990	Commodity	Fondo di risparmio + Fondo pensione	10/10
SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudita	533	-	Commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	450*	1976	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
China Investment Corporation (CIC)	Cina	410**	2007	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	7/10
Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwait	296*	1953	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	6/10
HK Monetary Authority – Investment Portfolio (HKMA)	Hong Kong	293	1998	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	8/10
Government Investment Corporation (GIC)	Singapore	248*	1981	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	6/10
Temasek Holdings	Singapore	157	1974	Non-commodity	Fondo di risparmio	10/10
National Social Security Fund (NSSF)	Cina	135*	2000	Non-commodity	Fondo pensione	5/10
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	100	2005	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
National Wealth Fund (NWF)	Russia	87	2008	Commodity	Fondo pensione	5/10
Australian Government Future Fund (AGFF)	Australia	75	2006	Non-commodity	Fondo pensione	10/10
Investment Corporation of Dubai (ICD)	Emirati Arabi Uniti - Dubai	70	2006	Commodity	Fondo di risparmio	4/10
International Petroleum Investment Company (IPIC)	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	65	1984	Commodity	Fondo di risparmio	9/10
Libyan Investment Authority (LIA)	Libia	65*	2006	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Revenue Regulation Fund	Algeria	57*	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	1/10
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	53	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione	8/10
Mubadala Development Company	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	48	2002	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
Korea Investment Corporation (KIC)	Corea del sud	43	2005	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	9/10

Note: (*) stime a fine 2010; (**) dati a dicembre 2010.

Fonte: nostre elaborazioni su dati provenienti da rapporti periodici dei fondi sovrani; *Sovereign Wealth Fund Institute*; Bortolotti e Barbary, 2012.

Tavola 1.A Lista dei fondi sovrani esistenti, ordinati per totale dell'attivo a fine 2011 (cont.)

Fondo Sovrano	Paese	Totale attivo (miliardi di dollari)	Anno di creazione	Origine	Tipologia	Indice di 'trasparenza'
Alaska Permanent Fund (APF)	Stati Uniti	41	1976	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
Khazanah Nasional	Malaysia	35**	1993	Non-commodity	Fondo di risparmio	5/10
State Oil Fund (SOFAZ)	Azerbaijan	30	1999	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	10/10
Brunei Investment Agency (BIA)	Brunei	30*	1983	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Reserve Fund (RF)	Russia	25	2008	Commodity	Fondo di stabilizzazione	5/10
Oil Stabilization Fund	Iran	23*	1999	Commodity	Fondo di stabilizzazione	1/10
National Pensions Reserve Fund (NPRF)	Irlanda	18	2001	Non-commodity	Fondo pensione	10/10
Alberta's Heritage Fund	Canada	16	1976	Commodity	Fondo di risparmio	9/10
New Zealand Supperrannuation Fund (NZSF)	Nuova Zelanda	16	2001	Non-commodity	Fondo pensione	10/10
New Mexico State Investment Council	New Mexico - Stati Uniti	14	1958	Non-commodity	Fondo di risparmio	9/10
Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	Cile	13	2007	Commodity	Fondo di stabilizzazione	10/10
Istithmar World	Emirati Arabi Uniti - Dubai	12*	2003	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
Bahrain Mumtalakat Holding Company	Bahrain	11	2006	Commodity	Fondo di risparmio	9/10
Sovereign Fund of Brazil	Brasile	11	2008	Non-commodity	Fondo di risparmio	9/10
Emirates Investment Authority (EIA)	Emirati Arabi Uniti	10	2007	Commodity	Fondo di risparmio	2/10
Timor Leste Petroleum Fund	Timor Leste	9	2005	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	6/10
State General Reserve Fund (SGRF)	Oman	8*	1980	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Pula Fund	Botswana	7*	1994	Commodity	Fondo di risparmio	6/10
Oil Revenues Stabilization Fund	Messico	6*	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione	n.d.
Permanent Mineral Trust Fund	Wyoming - Stati Uniti	5	1975	Commodity	Fondo di risparmio	9/10

Note: (*) stime a fine 2010; (**) dati a dicembre 2010.

Fonte: nostre elaborazioni su dati provenienti da rapporti periodici dei fondi sovrani; *Sovereign Wealth Fund Institute*; Bortolotti e Barbary, 2012.

Tavola 1.A Lista dei fondi sovrani esistenti, ordinati per totale dell'attivo a fine 2011 (cont.)

Fondo Sovrano	Paese	Totale attivo (miliardi di dollari)	Anno di creazione	Origine	Tipologia	Indice di 'trasparenza'
Public Investment Fund (PIF)	Arabia Saudita	5*	2008	Commodity	Fondo di risparmio	4/10
Pension Reserve Fund	Cile	4.4	2006	Commodity	Fondo pensione	10/10
Heritage and Stabilization Fund	Trinidad & Tobago	2.9	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	8/10
Alabama Trust Fund	Alabama - Stati Uniti	2.5	1985	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
RAK Investment Authority	Emirati Arabi Uniti - Ras al Khaimah	1.2*	2005	Commodity	Fondo di risparmio	3/10
Nigerian Sovereign Investment Authority	Nigeria	1	2011	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
Macroeconomic Stabilization Fund (FEM)	Venezuela	0.8*	1998	Commodity	Fondo di stabilizzazione	1/10
State Capital Investment Corporation (SCIC)	Vietnam	0.5*	2005	Non-commodity	Fondo di risparmio	4/10
Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	0.4*	1956	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Gabon Sovereign Wealth Funds	Gabon	0.4*	1998	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
Government Investment Unit	Indonesia	0.3*	2006	Non-commodity	Fondo di risparmio	n.d.
National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauritania	0.3*	2006	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Fund for Future Generations	Guinea Equatoriale	0.08	2002	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
National Oil Account	Sao Tomè & Principe	0.01	2004	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
Oman Investment Fund (OIF)	Oman	n.d.	2006	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
Fiscal Stability Fund	Mongolia	n.d.	2011	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	n.d.
Panama Sovereign Wealth Fund	Panama	n.d.	2012	Non-commodity	Fondo di risparmio	n.d.
Papua Nuova Guinea Sovereign Wealth Fund	Papua Nuova Guinea	n.d.	2011	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
North Dakota Legacy Fund	North Dakota - Stati Uniti	n.d.	2011	Commodity	Fondo di risparmio	n.d.
TOTALE	59	4.667				

Note: (*) stime a fine 2010; (**) dati a dicembre 2010.

Fonte: nostre elaborazioni su dati provenienti da rapporti periodici dei fondi sovrani; *Sovereign Wealth Fund Institute*; Bortolotti e Barbary, 2012.

Appendice II – Costruzione del dataset proprietario

Il complesso delle acquisizioni effettuate dai fondi sovrani nel periodo 1990-2010 è stato costruito ricorrendo a tre fonti principali:

1. il database proprietario relativo alle operazioni di *mergers & acquisitions* di Standard&Poor's;
2. il database proprietario relativo alle operazioni di *mergers&acquisitions* di Thomson One Banker;
3. le informazioni contenute nel database costruito da Monitor Group - Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM) consolidando i risultati derivanti da: a) ricerche effettuate ricorrendo ad altre aziende di servizi nel settore del software finanziario e della divulgazione di dati (Bloomberg, SDC Platinum, Zephyr M&A); b) informazioni derivanti dai siti web dei fondi sovrani, nonché da banche dati informative quali LexisNexis, Factiva e da altri siti internet (Zawya, Sovereign Wealth Fund Institute, etc.).

Per la costruzione del campione finale, inoltre, sono stati seguiti i seguenti accorgimenti:

- Sono state considerate le operazioni di acquisizione realizzate non solo dai fondi sovrani ma anche dalle loro principali sussidiarie;⁴⁷
- Le informazioni provenienti da diverse banche dati sono state rese coerenti tra di loro e i duplicati eliminati; inoltre, eventuali discordanze tra le informazioni relative al medesimo *deal* riportate da fonti informative diverse sono state risolte attraverso la ricerca di ulteriori informazioni via web;
- Tutti i *deal* con informazioni mancanti sono stati eliminati, come pure quelli relativi a fusioni, joint ventures, annunci di cancellazioni, transazioni intra-gruppo ovvero tra sussidiarie facenti riferimento allo stesso fondo sovrano, in quanto considerate frutto di operazioni di riorganizzazione interna piuttosto che nuovi investimenti azionari in senso stretto.

Come risultato, il campione finale include un totale di 2.740 transazioni (di cui 2.091 di acquisto e 649 di vendita) realizzate da 29 fondi sovrani (sui 59 attualmente esistenti) nel periodo 1990-2010. Solo una parte delle transazioni riporta il valore (in dollari correnti) del *deal*: quello complessivo delle operazioni di acquisizione ammonta a 565 miliardi di dollari (ripartiti su 1.532 operazioni, il 76 per cento del totale) mentre quello delle operazioni di disinvestimento ammonta a 191 miliardi di dollari (ripartiti su 372 operazioni, il 57 per cento del totale).

⁴⁷ Il fondo Temasek di Singapore, ad esempio, investe sia direttamente sia attraverso proprie sussidiarie quali Vertex Venture Holdings e Aranda Investments.

Appendice III – I fondi sovrani rappresentati nel campione

La tavola riporta l'elenco dei fondi sovrani per i quali è stato possibile ottenere informazioni sulle operazioni di investimento azionario nel periodo 1990-2010. I fondi sovrani sono ordinati per numero complessivo di operazioni effettuate.

Tavola 3.A Fondi sovrani rappresentati nel campione: operazioni effettuate e relativo controvalore

Fondo Sovrano	Paese di appartenenza	Numero di eventi	Ammontare complessivo (in milioni di dollari)
Temasek	Singapore	890	107,411
GIC	Singapore	297	77,153
Khazanah	Malaysia	158	19,056
CIC	Cina	127	81,734
QIA	Qatar	105	83,169
Istithmar	Emirati Arabi Uniti - Dubai	78	13,541
Mubadala	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	69	20,507
IPIC	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	61	37,091
KIA	Kuwait	57	17,190
LIA (LFB)	Libia	56	6,211
ADIA	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	56	21,038
ICD	Emirati Arabi Uniti - Dubai	34	35,757
BIA	Brunei	14	900
OIF	Oman	13	1,469
AGFF	Australia	12	2,838
KIC	Corea	10	2,676
RAK	Emirati Arabi Uniti - Ras al Khaimah	8	351
NZSF	Nuova Zelanda	7	1,383
NPRF	Irlanda	6	19,943
SCIC	Vietnam	6	2
NSSF	Cina	5	2,780
NGPF-G	Norvegia	5	719
SGRF	Oman	4	1,221
PIF	Arabia Saudita	4	4,266
Mumtalakat	Bahrain	3	340
APFC	Stati Uniti	3	1,147
SOFAZ	Azerbaijan	1	150
HKMA	Hong Kong	1	4,689
SAMA	Arabia Saudita	1	-
TOTALE		2,091	564,732

Appendice IV – Ripartizione settoriale degli investimenti dei fondi sovrani

La tavola riporta i settori in cui i 29 fondi sovrani elencati nell'Appendice III hanno effettuato operazioni di investimento azionario nel periodo 1990-2010. I settori sono ordinati per numero complessivo di operazioni di cui sono stati oggetto. La ripartizione settoriale è quella a 12 settori ideata da Fama e French (1997),

Tavola 4.A Settori oggetto delle operazioni di acquisto dei fondi sovrani

Settore	Numero di eventi	Ammontare complessivo (in milioni di dollari)
11 Finance, Real Estate	580	315,055
12 Other (Mines, Construction, Transportation, Hotels, Other services)	470	84,677
06 Business Equipment, Computer, Software	342	13,327
07 Telecommunications	123	28,711
10 Health care, Medical equipment, Drugs	108	8,404
01 Consumer non-durables	90	4,626
03 Manufacturing	86	2,938
04 Energy (oil, gas, coal)	75	26,614
08 Utilities	75	26,861
09 Wholesale, Retail, Other personal services	66	8,658
05 Chemicals	46	18,570
02 Consumer durables	30	26,290
Totale	2,091	564,731

Riferimenti bibliografici

Alvaro S. e Ciccaglioni P. (2011). I Fondi Sovrani e la Regolamentazione dei Settori Strategici. Consob, Discussion Papers Series N°3.

Beck R. e Fidora M. (2008). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. ECB Occasional Paper Series, N° 9.

Bernstein S., Lerner J. e Schoar A. (2009). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. NBER Working Paper Series, N° 14861.

Bertoni F. e Lugo S. (2011). The Certification Effect of Sovereign Wealth Funds on the Credit Risk of their Portfolio Companies. Disponibile sul sito web: <http://ssrn.com/abstract=1763173>

Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. e Miracky W. (2010). Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance. Fondazione Eni Enrico Mattei, Nota di Lavoro 22.2009.

Bortolotti B. e Barbary V. (2012). Follow the Money - Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011. Sovereign Investment Lab, Università Bocconi.

Boubakri N., Cosset J. e Samir N. (2011). Sovereign Wealth Funds Acquisitions: A Comparative Analysis with Mutual Funds. International Finance Review 12, 355-389.

Brav A., Jiang W., Partnoy F. e Thomas R. (2008). Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance. Journal of Finance 63, 1729-1803.

Castelli M. e Tagliapietra S. (2012). How big could SWFs be by 2016? In Castelli M. e Scacciavillani F., The new economics of Sovereign Wealth Funds, The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, New York.

Chhaochharia V. e Laeven L. (2010). The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds. Disponibile sul sito web:

http://cgt.columbia.edu/files/papers/Laeven_The_Investment_Allocation_of_Sovereign_Wealth_Funds.pdf

Das U., Mazarei A. e van der Hoorn H. (eds) (2010). Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers. International Monetary Fund, Washington D.C.

Dewenter K. L., Han X. e Malatesta P.H. (2010). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments. Journal of Financial Economics, 98, Issue 2, pp. 256-278.

Dyck A. e Morse A. (2011). Sovereign Wealth Fund Portfolios. The University of Chicago Booth School of Business Working Paper N° 11-15.

Fama E. F., e K. R. French (1997). Industry costs of equity. Journal of Financial Economics, 43, pp. 153-193.

Fernandes N. (2011). Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World. Disponibile sul sito web: <http://ssrn.com/abstract=1341692>.

Fondo Monetario Internazionale (2008). Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices, ottobre.

Fondo Monetario Internazionale (2011). Global Financial Stability Report, settembre.

Jen S. e Andreopoulos S. (2008). SWFs: Growth Tempered – USD 10 Trillion by 2015. Morgan Stanley Global Research, Economics Report.

Knill A., Lee B. e Mauck N. (2012). Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms. *Journal of Financial Intermediation*, N° 21, pp. 315–340.

Kotter J. e Lel U. (2010). Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and Their Consequences. Disponibile sul sito web: <http://ssrn.com/abstract=1292407>.

Kunzel P., Lu Y., Petrova I. e Pihlman J. (2011). Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds - A Shifting Paradigm. IMF Working Paper, WP/11/19

Linaburg e Maduell, 2010, Disponibile sul sito web: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

Miceli V. (2011). Do Sovereign Wealth Funds Herd in Equity Markets? Centre for Financial Analysis & Policy Working Paper N° 40.

Morgan Stanley (2007). Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices.

Quadrio Curzio A. e Miceli V. (2010). Sovereign Wealth Funds - A complete Guide to State-owned Investment Funds, Harriman House, UK.

Quadrio Curzio A., Miceli V., e Rosenthal T. (2012). Il fondo sovrano CIC verso una strategia economico politica. *Mondo Cinese*, N° 148-149, Anno XL, N 1-2, pp. 166-178.

Raddatz, C., e S.L. Schmukler (2011). On the international transmission of shocks: micro-evidence from mutual fund portfolios. NBER working paper, N° 17358.

Sojli E. e Tham W. (2011). The Impact of Foreign Government Investments: Sovereign Wealth Funds Investments in the United States. *International Finance Review* 12, 207 – 243.

Sun T. e Hesse H. (2009). Sovereign Wealth Funds and Financial Stability - An Event Study Analysis. IMF Working Paper 09/239.

TheCityUk, (2011) Sovereign Wealth Funds. TheCityUk Research Centre, Financial Market Series, April 2011.

Truman E.M. (2008). A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief Series n. PB08-3, Washington, D.C.