



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2008

Autori del presente rapporto sono: Stefano Chiarlone e Giovanni Ferri (cap. 1), Stefano Chiarlone (cap. 2), Fabio Bertoni (capp. 3 e 4), Andrea Goldstein (cap. 5), Daniel Drezner (cap. 6).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a 20 ottobre 2008.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – CRISI E PAURA	pag. 1
1 – SQUILIBRI GLOBALI E ACCUMULAZIONE DI RISERVE	pag. 3
1. Globalizzazione e crisi finanziarie: alcuni legami teorici	3
2. Le crisi sistemiche degli anni Novanta: dal Messico al Far East	5
3. La risposta alle crisi: <i>deleveraging</i> e accumulazione di riserve	6
4. Accumulazione e detenzione di riserve: motivazioni, costi e benefici	9
5. Conclusioni	12
2 – ACCUMULAZIONE DI RISERVE E COSTITUZIONE DI FONDI SOVRANI (SWFs)	15
1. Tassonomia dei SWFs	16
2. Storia dei SWFs	20
3. Una rappresentazione geografico-settoriale dell'attività dei SWFs	24
4. Implicazioni della crescita dei SWFs	25
5. Considerazioni di rilievo geo-politico: il punto di vista dell'economista	27
3 – FONDI SOVRANI E PROCESSO DI INTEGRAZIONE FINANZIARIA INTERNAZIONALE: <i>STEPPING STONES</i> O <i>STUMBLING BLOCKS</i>?	31
1. SWFs e crisi finanziaria	31
2. La ricapitalizzazione del sistema bancario	32
3. Motivi di preoccupazione	33
4. Trasparenza	34
5. Grado e mix nell'adozione della <i>best practice</i>	36
6. A chi giova la trasparenza?	37
7. Oltre la trasparenza	38
8. I principi di Santiago	40
4 – LE REAZIONI POLITICHE ALLO SVILUPPO DEI FONDI SOVRANI	42
1. SWFs e Investimenti Diretti Esteri	42
2. La posizione americana	43
3. La posizione dell'Europa continentale	45
4. La posizione britannica	46
5. Lezioni dal passato	46
6. SWFs e rischio politico	48
5 – TEMASEK: FONDO SOVRANO O REICARNAZIONE DELL'IRI NELLO STRETTO DI MALACCA?	50
1. Le origini	51
2. Ruolo e contributo allo sviluppo economico di Singapore	51
3. Trasparenza e <i>corporate governance</i>	55
4. L'internazionalizzazione	57
5. Conclusioni	61



6 – FONDI SOVRANI E POTERE ECONOMICO NELLA POLITICA MONDIALE	64
1. Le preoccupazioni geo-politiche	65
2. Una valutazione delle preoccupazioni politiche	68
3. La dimensione autoritaria	72
4. Alcuni punti critici	74

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario viene interamente dedicato all'analisi delle cause e delle implicazioni derivanti dallo sviluppo dei Fondi Sovrani.

1. Squilibri globali e accumulazione di riserve

Nel corso del primo capitolo viene svolta un'analisi delle cause del processo di accumulazione di riserve ufficiali che ha caratterizzato così intensamente diverse economie emergenti nel corso degli ultimi anni. Dopo aver analizzato alcuni legami teorici tra crisi finanziarie e globalizzazione, vengono esaminate le principali caratteristiche delle crisi finanziarie sistemiche degli anni Novanta e la risposta alle crisi da parte dei paesi emergenti, attuata mediante *deleveraging* e accumulazione di riserve valutarie. Nella parte conclusiva del capitolo vengono esaminati i costi e i benefici di tale processo di accumulazione, che troverebbe ragione nel tentativo di costituire delle scorte precauzionali di riserve ufficiali in quantità sufficiente a limitare i costi dovuti allo scoppio di un'eventuale crisi futura.

2. Accumulazione di riserve e costituzione di Fondi Sovrani (SWFs)

Nel secondo capitolo vengono esaminate le principali caratteristiche di un Fondo Sovrano, approfondendo le motivazioni alla base della loro operatività e le principali conseguenze provocate dalla loro presenza sui mercati finanziari internazionali. Dopo aver fornito una tassonomia dei principali SWFs, vengono ripercorse le principali tappe del loro sviluppo concentrandosi su un'analisi della loro attività (sia di *funding* che di investimento) disaggregata per aree geografiche e settori produttivi di origine e destinazione. Nelle sezioni finali del

capitolo vengono tratte alcune conclusioni di carattere sia economico che politico riconducibili all'ascesa dei SWFs.

3. Fondi Sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: *stepping stones* o *stumbling blocks*?

Nel terzo capitolo vengono ripresi alcuni dei temi sollevati nella sezione conclusiva del capitolo precedente, nella prospettiva di valutare se lo sviluppo dei Fondi Sovrani costituisca un fattore di freno o di accelerazione per quanto riguarda il processo di integrazione finanziaria internazionale. Particolare enfasi viene dedicata alla questione della trasparenza. Uno degli aspetti più sorprendenti dei SWFs è che spesso essi si caratterizzano per una straordinaria opacità riguardo aspetti rilevanti della loro attività quali l'ammontare di risorse da essi gestite, la destinazione dei loro investimenti e gli obiettivi che essi si prefiggono. Dal momento che la trasparenza sarebbe particolarmente scarsa all'interno dei SWFs che hanno sede all'interno di economie prive di un regime democratico, ne discendono preoccupazioni relative alle possibili conseguenze negative sia per i mercati finanziari internazionali che per le questioni di sicurezza nazionale.

4. Le reazioni politiche allo sviluppo dei Fondi Sovrani

La crescente importanza dei SWFs nel panorama internazionale – guadagnata anche grazie ad un massiccio intervento a supporto del sistema bancario americano durante la crisi in corso di svolgimento – è stata accompagnata da reazioni politiche abbastanza eterogenee. Si è infatti passati dalla riconoscenza, sebbene preoccupata, tributata a dei lungimiranti investitori alla manifesta ostilità nei confronti di opportunisti speculatori. Il quarto capitolo è interamente



dedicato a una breve rassegna di tali reazioni che vengono collocate all'interno del più ampio tema degli Investimenti Diretti Esteri verso le economie industrializzate che originano in vario modo dai paesi emergenti e in via di sviluppo.

5. Temasek: Fondo Sovrano o reincarnazione dell'Iri nello stretto di Malacca?

Di grande interesse è il caso di Singapore, una città-stato a lungo sotto dominio inglese che nel corso degli ultimi decenni si è caratterizzata per uno straordinario processo di crescita che ha consentito di passare dal sottosviluppo alla prosperità, sfruttando le opportunità aperte dalla globalizzazione, ma mantenendo nel frattempo un approccio eterodosso alla politica economica. Al centro del sistema economico di Singapore si trovano infatti le imprese a partecipazione statale, le *government-linked companies* (GLCs), come sono conosciute nel gergo locale, molte delle quali gestite sotto la tutela di Temasek Holdings, che viene comunemente (anche se talvolta impropriamente) classificata come un Fondo Sovrano.

Il quinto capitolo viene quindi dedicato ad un'analisi approfondita delle caratteristiche di Temasek, che costituisce un vero e proprio nodo all'intersezione di quella costellazione di interessi politici, burocratici e imprenditoriali che vale alla città-stato il soprannome di *Singapore Inc.*

6. Fondi Sovrani e potere economico nella politica mondiale

Il sesto e ultimo capitolo viene dedicato ad una valutazione delle conseguenze della presenza dei SWFs sulla politica mondiale. La risposta fornita nel capitolo – dopo una lunga ed articolata discussione di molti aspetti e casi concreti – è che la presenza dei SWFs comporti alcune esternalità negative di carattere politico. In particolare i SWFs potrebbero avere effetti deleteri sulla politica estera di Paesi più piccoli. La loro crescita potrebbe danneggiare significativamente gli sforzi di promozione della democrazia nel mondo in via di sviluppo e aumentare la fragilità della cooperazione nella finanza globale.

INTRODUZIONE

CRISI E PAURA ♦

La crisi globale non accenna a diminuire di intensità. Dopo il periodo estivo si sono succeduti in rapida alternanza: fallimenti e salvataggi di primarie istituzioni appartenenti allo *shadow banking system*; *crash* di borsa innescati da vere e proprie ondate di *panic selling*; problemi sempre più marcati sul mercato interbancario che solo ultimamente sembrano essere stati (parzialmente) risolti, evitando drammatiche ricadute negative anche per l'operatività della politica monetaria; un ritorno sempre più marcato a un capitalismo di stato nell'industria bancaria giustificato dalla necessità di fornire quelle garanzie utili per sedare vere e proprie ondate di crisi di fiducia. In un contesto così incerto, si sono manifestate immediate operazioni di *repricing* del rischio a danno dei debitori considerati più rischiosi. Il differenziale tra Bund e BTP è tornato su livelli che non erano più stati raggiunti dopo l'avvio dell'Unione Monetaria Europea. Al tempo stesso la crisi che inizialmente sembrava essere esclusivamente – o quasi – finanziaria e concentrata all'interno delle economie avanzate sta assumendo sempre di più caratteristiche tipiche di una crisi *anche economica* che sta investendo *anche diverse economie emergenti*. I dati congiunturali – americani, europei e di molti emergenti – mostrano in modo inequivocabile che la recessione in alcuni paesi è già avviata mentre in altri è ormai in procinto di manifestarsi. In altre parole – parafrasando le tipiche espressioni gergali utilizzate negli ultimi tempi per commentare il dispiegarsi degli eventi – la crisi è passata da Wall Street a Main Street seguendo un *originate and distribute model!*

Tuttavia, l'enorme incertezza generata dalla crisi non ha distolto l'attenzione dell'opinione pubblica dal fenomeno dei Fondi Sovrani (*Sovereign Wealth Funds*, SWFs), vale a dire fondi di investimento creati da uno Stato per diversificare e accrescere il rendimento delle riserve ufficiali o dei proventi (diretti e/o fiscali) derivanti dalla vendita delle materie prime disponibili sul territorio nazionale e, al contempo, isolare il bilancio pubblico dalle fluttuazioni economiche e/o perseguire obiettivi di equità intergenerazionale.

I SWFs non sono un'invenzione recente: il Kuwait creò il primo fondo sovrano moderno nel 1953. I SWFs non sono nemmeno estranei ai Paesi industrializzati: la banca centrale norvegese controlla il secondo maggiore SWF esistente. Ciò che c'è di nuovo – e che ha attirato una crescente attenzione nei loro confronti – è la loro dimensione, il loro tasso di crescita, le recenti tendenze di investimento e i paesi in cui sono primariamente localizzati.

La massa aggregata di ricchezza detenuta da questi fondi è stimata tra i 3 e i 3,5 trilioni di dollari, ovvero tra l'1% e l'1,5% dei mercati globali delle attività. Negli ultimi cinque anni i SWFs sono cresciuti al ritmo del 24% annuo. La domanda anelastica e l'alto prezzo del petrolio (almeno sino alla scorsa estate), uniti alla persistenza degli squilibri macroeconomici globali, hanno portato molti analisti a prevedere un tasso di crescita annuo superiore al 20% per il prossimo decennio. Nel 2015 il valore totale dei fondi sovrani potrebbe aggirarsi tra i 9 e i 16.000 miliardi di dollari, vicino al 4% degli *asset* mondiali. Se si proiettano nel futuro le tendenze più recenti, nel corso dei prossimi dieci anni il valore totale dei fondi sovrani supererà il valore delle riserve delle banche centrali.

♦ A cura di Marco Lossani.



Questi “nuovi attori” della finanza internazionale – definiti, in una recente indagine condotta da Mc Kinsey Global Institute, uno dei quattro nuovi *power brokers* del mercato internazionale dei capitali – hanno recentemente mutato la loro strategia di investimento. Alla ricerca di più alti rendimenti, i fondi sovrani si sono spostati dalle obbligazioni e dai fondi che replicano gli indici verso attività che comportano un maggior rischio. Le fusioni e acquisizioni internazionali dei SWFs sono più che raddoppiate nel 2007. I fondi sono stati attratti anche da alternative quali *hedge fund*, derivati, *leveraged buyout* di aziende e attività immobiliari. La *U.S. Commodity Futures Trading Commission* ha recentemente concluso che i fondi sovrani sono sempre più grandi speculatori nel mercato dei *futures* sulle materie prime. I fondi sovrani di Bahrein e Dubai hanno iniziato a indebitarsi essi stessi al fine di compiere più rilevanti acquisizioni all'estero. Inoltre, mentre in precedenza i SWFs esternalizzavano l'attività di scelta degli investimenti a gestori di portafogli per circa metà delle loro attività, ora stanno aumentando la quota di investimenti controllati internamente. GPF, il fondo norvegese, ad esempio, negli ultimi otto anni è passato da una gestione della maggior parte delle sue attività affidata a soggetti esterni a una gestione in gran parte in proprio. Tutto questo influenza le valutazioni politiche, poiché il controllo di imprese ha una risonanza maggiore rispetto ad una strategia passiva di investimento in obbligazioni. Infine, non va dimenticato che i fondi sovrani estremizzano le preoccupazioni legate agli investimenti esteri, in quanto nel loro caso gli

investitori sono governi esteri, localizzati primariamente all'interno di due regioni – Golfo Persico e Sud Est Asiatico – in cui i regimi democratici non sono la forma prevalente di organizzazione del consenso politico. Ciò ha suscitato diffuse preoccupazioni relative alla possibilità che un investitore sovrano (avente quindi una natura politica) di un paese scarsamente democratico (e quindi poco *accountable* nei confronti dei propri azionisti e poco trasparente nei confronti delle società *target* delle sue acquisizioni) potesse acquisire partecipazioni rilevanti all'interno di settori strategici o sensibili, con evidenti ricadute negative per la sicurezza nazionale del paese in cui viene effettuato l'investimento. Ne sono scaturite reazioni, all'interno del mondo occidentale, spesso intonate a uno spirito protezionistico che rischia di essere controproducente. L'effetto sarebbe particolarmente negativo soprattutto in una fase storica come quella attuale in cui – a seguito dello scoppio della crisi globale – l'introduzione di misure protezionistiche (invocate per questioni di sicurezza nazionale) potrebbe dare il via ad una vera propria *escalation* di vincoli e restrizioni che esacerberebbero (anziché attenuare) gli effetti già dirompenti della crisi. Va quindi accolta con soddisfazione la ratifica dei Principi di Santiago con cui 23 paesi aderenti all'International Working Group hanno concordato nel definire 24 principi guida – relativi alla *governance* e alla *accountability* – che rendono i fondi sovrani assai più trasparenti, contribuendo in tal modo a diminuire il grado di conflittualità latente tra SWFs e paesi oggetto delle loro attività di investimento.

1. SQUILIBRI GLOBALI E ACCUMULAZIONE DI RISERVE ♦

Gli ultimi 25 anni hanno visto un'eccezionale accelerazione del processo di integrazione economica globale, favorita dalla riduzione dei costi di trasporto e di comunicazione e degli ostacoli al commercio internazionale. In tale contesto, consistenti guadagni di produttività sono derivati dall'inclusione delle economie emergenti¹ nel circuito economico mondiale.

Dal lato reale, l'integrazione è stata più intensa per l'Asia e per le economie in transizione dell'Europa centro-orientale. Mentre il commercio mondiale cresceva a ritmi sostenuti – tasso di crescita medio annuo composto del 7,3% tra il 1980 e il 2007, 1,5 punti percentuali in più dello sviluppo del PIL mondiale – il peso delle esportazioni di merci sul PIL si è accresciuto per i principali paesi in via di sviluppo, passando dal 13% del 1980 al 29% del 2008.

Un ruolo importante nell'integrazione delle economie emergenti lo hanno giocato i flussi di Investimenti Diretti Esteri (IDE) – passati da 20 miliardi di dollari nel 1990 agli oltre 200 degli ultimi anni – connessi soprattutto con l'*outsourcing* e l'*offshoring* di produzioni dai paesi industrializzati. In varie parti del mondo, le economie emergenti sono divenute parte essenziale di *network* di produzione globali che hanno permesso un miglior sfruttamento dei vantaggi comparati. In altre parole, esse sono

♦ A cura di Stefano Chiarlone, UniCredit Group, e Giovanni Ferri, Università di Bari. Le opinioni espresse sono puramente personali e non necessariamente rispecchiano quelle delle istituzioni di appartenenza.

¹ Per comodità, useremo come sostituti i termini "economie emergenti" e "paesi in via di sviluppo", anche se si è ben coscienti che le due definizioni coincidano solo in parte.

diventate, in molti casi, nodi cruciali di alcuni sistemi manifatturieri e industriali mondiali.

Anche per quanto riguarda i mercati finanziari l'integrazione è cresciuta significativamente determinando benefici. Tuttavia non va dimenticato che i movimenti dei capitali hanno conosciuto un andamento assai volatile che spesso ha concorso a determinare lo scoppio di crisi finanziarie sistemiche nei paesi emergenti.

Come argomberemo in quanto segue, è proprio in risposta al rischio di crisi che molti paesi emergenti hanno proceduto alla sistematica accumulazione di riserve precauzionali, contribuendo alla nascita o alla crescita dei fondi sovrani (*Sovereign Wealth Funds*, SWFs).

1. Globalizzazione e crisi finanziarie: alcuni legami teorici

La recente fase di globalizzazione finanziaria è iniziata nel corso degli anni Ottanta, con una forte crescita dei flussi di capitale fra paesi avanzati e fra questi e i paesi emergenti, favoriti dalla progressiva rimozione dei controlli di capitale ancora vigenti.

Alla base di questa crescente apertura finanziaria internazionale vi era una visione secondo cui l'integrazione finanziaria poteva generare una migliore allocazione dei capitali rispetto alle diverse scelte di rischio-rendimento, favorendo una migliore ripartizione internazionale del rischio. Secondo tale interpretazione ciò avrebbe dovuto comportare benefici alla crescita soprattutto per quei paesi poveri di capitale (Kose et al, 2006). In realtà la liberalizzazione finanziaria che ha caratterizzato l'economia internazionale a partire dagli anni '80 ha prodotto non solo benefici ma anche numerosi episodi di crisi finanziaria².

² In questo paragrafo non affrontiamo la crisi finanziaria iniziata nell'agosto 2007 (che ha avuto come epicentro gli USA e non un'economia

Aizemann (2007) ha suggerito che la maggiore frequenza delle crisi finanziarie possa essere ricondotta al noto “Trilemma” secondo cui tassi di cambio stabili, indipendenza delle politiche monetarie e integrazione finanziaria non possono coesistere (Obstfeld *et al.*, 2005).

Secondo tale interpretazione nel corso degli anni '80 i paesi emergenti caratterizzati da cambi stabili (spesso fissi) e politiche monetarie indipendenti, furono protagonisti del passaggio da una condizione di repressione a una di liberalizzazione finanziaria. La conseguente maggiore integrazione finanziaria ha reso sempre più complesso conciliare l'indipendenza della politica monetaria con la stabilità dei tassi di cambio. Il risultato è stato quello di innescare frequenti crisi finanziarie in cui, dopo un forte afflusso di capitali stranieri, la perdita di fiducia nelle prospettive e/o nella solvibilità di talune economie invariabilmente conduceva a una fuga degli investitori internazionali.

All'interno di tale scenario un elemento di fragilità era, spesso, costituito dalla debolezza dei sistemi bancari nazionali che poteva dare luogo all'insorgere di “crisi gemelle” – *twin crises* – dovute all'instaurarsi di legami perversi tra crisi bancaria e valutaria.

Come evidenziato in un fondamentale contributo dovuto a Kaminsky e Reinhart (1999)³:

emergente), ma ci limitiamo a discutere sommariamente le crisi avvenute durante gli anni '90 e nei primi anni del nuovo millennio.

³ Nell'articolo che analizza le regolarità empiriche e le cause dei problemi all'origine di 76 crisi di cambio e 26 crisi bancarie viene inoltre evidenziato come quando le crisi di cambio e bancaria si manifestano congiuntamente, producono conseguenze ben più negative rispetto al caso in cui si realizzano isolatamente. In ambedue i tipi di crisi, uno shock finanziario (quale la liberalizzazione finanziaria interna o esterna) pare attivare un *boom-bust cycle*. Infine, in ambedue le crisi si evidenzia il ruolo cruciale giocato da una carente attività di regolamentazione e supervisione bancaria.

- i) le crisi sono innescate da fasi di rallentamento successive a prolungati episodi di forte crescita alimentati da afflussi di capitali esteri, *lending booms* e sopravvalutazione del tasso di cambio.
- ii) i problemi nel settore bancario di solito precedono la crisi di cambio. A sua volta, la crisi di cambio amplifica quella bancaria, soprattutto in presenza di passività denominate in valuta estera;
- iii) in conclusione, il cambio subisce un sostanziale deprezzamento/svalutazione mentre il sistema bancario soffre di una diffusa fragilità.

Molti paesi emergenti fra la metà degli anni Novanta e i primi anni Duemila si sono trovati esposti a crisi di questo tipo. In tal modo, quasi a turno, molti di essi si sono trovati a passare dall'essere al centro di una fase di *boom* economico e di afflusso indiscriminato di capitali esteri, al ritrovarsi nel mezzo di un vero e proprio *bust*.

In sintesi, un evento negativo – un rallentamento imprevisto della crescita, l'emergere di squilibri nei conti con l'estero accompagnati da perdita di competitività, il manifestarsi di difficoltà per qualche grosso operatore bancario nazionale, o un mutamento nell'appetito per il rischio – può determinare una modifica delle valutazioni che gli investitori danno della situazione economica (di un paese o di una istituzione finanziaria).

Debolezze prima tollerate (come uno squilibrio fra la denominazione valutaria di provviste e impieghi) divengono inaccettabili. Si innesca una fuga dei capitali che favorisce il crollo del tasso di cambio. A sua volta, il peggioramento della condizione del sistema bancario può esercitare effetti di *feedback* negativi sull'economia, scatenando un *credit crunch*⁴.

⁴ Il *credit crunch* è una situazione in cui l'offerta di credito è ristretta al di sotto del livello solitamente

2. Le crisi sistemiche degli anni Novanta: dal Messico al Far East

Un primo esempio di come un sistema economico emergente possa repentinamente passare da una fase di *boom* ad una di *bust* è rappresentato dalla crisi messicana del 1994-95.

Sospinto dalle prospettive della realizzazione del NAFTA – l'accordo di libero scambio commerciale che unisce Canada, Messico e Stati Uniti – il flusso di capitali esteri verso il Messico si era incredibilmente intensificato già dai primi anni Novanta. Agli inizi del 1994 il venire a galla di dubbi e perplessità sulla competitività del paese unitamente alla presenza di un problema di deficit e debiti gemelli – pubblico ed estero – aveva indotto molte istituzioni finanziarie internazionali a rimpatriare i capitali che erano precedentemente stati investiti all'interno dell'economia messicana alla ricerca di rendimenti attraenti. Nel gennaio 1995 la crisi deflagra con effetti dirompenti sia per la stabilità del sistema bancario sia per il tasso di cambio.

La crisi messicana segna un vero e proprio spartiacque. È la prima crisi sistemica del

associato ai tassi di interesse prevalenti sul mercato e alla profittabilità dei progetti di investimento. La restrizione generalizzata dell'offerta di credito è stata riscontrata in base a vari indicatori nella crisi asiatica (Domac, *et al.*, 1999) fra cui:

- i) aumento del tasso di interesse reale;
- ii) aumento dello *spread* tra tasso sui prestiti e tasso sui titoli privi di rischio;
- iii) diminuzione del tasso di crescita dei prestiti;
- iv) verificarsi di un *flight to quality* da parte dei depositanti verso le banche nazionali percepite come più solide, e dalle banche nazionali a quelle estere;
- v) verificarsi di un *flight to quality* da parte delle banche – dai prestiti ai titoli di stato;
- vi) contrazione sproporzionata dei prestiti alle PMI;
- vii) maggiori tassi di rifiuto delle domande di credito;
- viii) abbreviarsi delle scadenze dei prestiti;
- ix) contrazione nelle linee di credito “*pre-committed*”, più legate al comportamento di offerta delle banche.

sistema finanziario globalizzato. È ben diversa dalle crisi del debito dei paesi latino-americani dei primi anni '80, quando l'indebitamento di quei paesi era avvenuto mediante il ricorso a prestiti bancari sindacati⁵. Nel caso messicano, invece, gli investimenti erano prioritariamente riconducibili a operazioni su strumenti quali azioni e obbligazioni, caratterizzate da una maggiore dispersione ed eterogeneità tra i detentori delle posizioni⁶.

La crisi messicana viene risolta grazie a un tempestivo nonché massiccio intervento da parte del Tesoro USA. I flussi di capitale (di debito e di rischio) si muovono alla ricerca di nuovi mercati dove garantirsi rendimenti elevati. La destinazione primaria è l'Asia, regione in cui si continua a registrare una fase di intensa crescita per effetto di ciò che la World Bank aveva definito “East Asian Miracle”.

Tuttavia, dopo qualche anno, l'eccesso di capitali speculativi, una bolla creditizia e immobiliare, crescenti squilibri (sia per scadenza che per denominazione valutaria) fra l'attivo e il passivo bancario e notevoli problemi di *moral hazard* conducono anche l'Asia verso una crisi sistemica. La crisi parte dalla Thailandia e si propaga per contagio alla Corea e all'Indonesia, in minor misura alla Malesia e alle Filippine; interessando persino Hong Kong, Singapore e Taiwan, fino a lambire la Cina, al tempo protetta da controlli ai flussi di capitale a tenuta stagna.

Per avere un'idea dell'intensità del fenomeno è sufficiente ricordare che i cinque paesi più colpiti dalla crisi nei dieci anni precedenti avevano avuto una crescita reale del PIL

⁵ Fra 1980 e 1984, il 75% dei flussi finanziari privati verso i principali paesi emergenti dell'America Latina consisteva in prestiti di banche commerciali.

⁶ Fra 1990 e 1994 il 47% dei flussi finanziari privati era costituito da investimenti (diretti o di portafoglio) e un ulteriore 43% da prestiti non erogati da banche (fra cui le obbligazioni).

prossima al 10% annuo, con elevati tassi di investimento – oltre il 30% in rapporto al PIL – conti pubblici in ordine – deficit pubblici inferiori al 2% del PIL – e bassi tassi di inflazione – del 5% circa. La crisi provoca, nel 1998, una caduta del PIL dell'ordine del 15% in Indonesia, del 10% in Thailandia, del 7% in Corea e Malesia e dell'1% nelle Filippine.

La crisi, che sembrava in via di risoluzione nella primavera del 1998, si aggrava nei mesi successivi con il diffondersi di tensioni in Brasile e in Russia. La situazione precipita nell'agosto del 1998 allorché la Russia dichiara *default*. Il Brasile resiste ma subisce una pesante crisi nel 1999. Nel 2001 vengono al pettine i nodi dell'Argentina e della Turchia (Ferri, 2002), sino a pochi mesi prima considerati i migliori esempi di ortodossia finanziaria: “*the poster boys of the Washington consensus*”, (Eichengreen, 2001)⁷.

Le conseguenze economiche delle crisi sistemiche degli anni Novanta furono considerevoli, sia per i paesi debitori che per molti investitori. In particolare, furono ragguardevoli i costi sostenuti per la ristrutturazione dei sistemi bancari, così come fu rilevante la condizionalità posta dal FMI per concedere i prestiti in Dollari necessari per risolvere le crisi stesse.

Questi effetti illustrano chiaramente i rischi della liberalizzazione finanziaria in presenza di tassi di cambio fissi. Questi risultati, peraltro, non costituiscono una sorpresa in quanto concordano

⁷ Non è ininfluente – per la ricostruzione descrizione dello scenario di riferimento – ricordare che la fuga dei capitali aveva fatto saltare tutte le regolarità statistiche osservate in precedenza nei prezzi delle attività dei paesi emergenti. Un break strutturale di portata tale da far (tecnicamente) fallire un fondo come *Long Term Capital Management*, l'*hedge fund* creato con il coinvolgimento di due premi Nobel (Merton e Scholes), salvato dalla operazione orchestrata dalla Fe.

con quanto previsto a suo tempo da Diaz-Alejandro (1985), secondo cui l'abbandono della repressione finanziaria sarebbe stata inevitabilmente seguita da un boom degli investimenti e/o dei consumi che avrebbe preceduto una serie di crisi finanziarie⁸.

È importante ricordare che la dimensione sistemica delle crisi aveva dato luogo ad un tentativo di riformare l'architettura finanziaria internazionale in modo da poter governare tali situazioni critiche attraverso un accresciuto ruolo dell'FMI. Il cosiddetto “progetto Krueger” proponeva di adottare uno schema, mutuato dalle leggi sulla bancarotta d'impresa, che consentisse ai debitori sovrani di godere di protezione temporanea nel corso della fase di ristrutturazione con i creditori. L'idea di fondo era quella di creare incentivi affinché i paesi con problemi di debito non aspettassero troppo prima di ristrutturare il loro debito (IMF, 2001). Non è questa la sede per discutere i dettagli della proposta. È sufficiente segnalare che il fallimento di questo e di altri tentativi di ristrutturazione dell'architettura finanziaria internazionale rese evidente ai paesi emergenti che dovevano organizzarsi in modo autonomo per evitare di venire colpiti da altri episodi di crisi e, in sub-ordine, per farsi trovare preparati qualora queste si fossero comunque verificate.

3. La risposta alle crisi: *deleveraging* e accumulazione di riserve

I costi delle crisi sistemiche e il fallimento delle proposte di ristrutturazione del sistema finanziario internazionale spinsero i *policy-makers* di molti paesi emergenti a porre in essere delle misure volte sia a prevenire il ripetersi delle crisi (*crisis prevention*), sia a generare

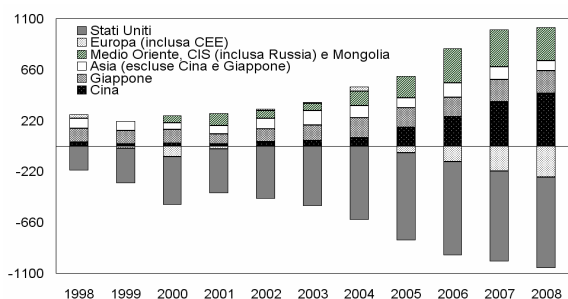
⁸ A tale proposito si rimanda a Eichengreen e Masson (1998), Eichengreen (1999), Edwards e Levy Yevati (2005) e Aizenman e Glick (2005).

risorse necessarie a fronteggiarle (*crisis management*).

Dal lato della prevenzione, molti paesi emergenti hanno proseguito lungo il sentiero di un'onerosa ristrutturazione dei loro sistemi bancari e finanziari (Bongini, Chiarlone e Ferri, 2008), passando anche attraverso un ampio percorso di consolidamento favorito dal temporaneo utilizzo di capitale pubblico.

Dal lato invece della capacità di gestire la crisi, molti paesi emergenti hanno deciso di modificare la loro strategia di politica monetaria e valutaria al fine di realizzare un avanzo di partite correnti tale da garantire loro un livello crescente di riserve internazionali, sia in valore assoluto che rispetto al PIL, determinando una vera e propria svolta per gli equilibri dell'intero sistema finanziario internazionale.

FIG. 1: Avanzi/Disavanzi di Parte Corrente (mld.Dollari)



Fonte: IMF

Prima del 2000, infatti, le economie emergenti erano importatrici nette di capitali e avevano una bilancia di parte corrente in disavanzo. Tale deficit veniva in larga misura finanziato da afflussi di capitali privati, che avevano toccato un massimo di 294 miliardi di dollari nel 1997, prima di diminuire a 134 miliardi nel 1998 e a

166 nel 1999⁹. La parte del leone era svolta dagli IDE che erano rimasti relativamente stabili anche durante la crisi asiatica¹⁰.

Successivamente, le economie emergenti, soprattutto quelle maggiormente colpite, hanno reagito allo scoppio della crisi e alla fuga di capitali riducendo il loro indebitamento estero, portando in avanzo le loro partite correnti, e diventando esportatrici nette di capitali (FIG. 1).

BOX: Gli squilibri di parte corrente: spiegazioni alternative

I crescenti squilibri globali di parte corrente (e di conseguenza anche dei flussi di capitale) hanno attirato l'attenzione di numerosi studiosi. Secondo una prima interpretazione gli ampi e crescenti squilibri di parte corrente sarebbero imputabili al basso tasso di risparmio USA. In alternativa gli squilibri globali – e in modo particolare il deficit di parte corrente USA – sarebbero stati causati dalle aspettative di una elevata crescita futura del reddito USA che avrebbe spinto il settore privato statunitense a contrarre debito estero nel tentativo di conseguire un obiettivo definito in termini di stabilizzazione intertemporale del reddito. Una terza linea di pensiero è quella che individua nella carenza dell'attività di investimento (*investment drought*) nel resto del mondo, e in particolare in Asia, la causa degli squilibri correnti. Infine, un quarto filone di spiegazioni è quello dovuto all'originario contributo di Bernanke (2005) – che viene ripreso ed enfatizzato nel corso di questo capitolo – che sottolinea come gli squilibri correnti siano provocati da un vero e proprio *saving glut*, dovuto alle politiche di *self-insurance* poste in essere da molte economie emergenti nel tentativo di minimizzare i rischi di crisi future.

⁹ I dati sono di fonte *Institute of International Finance*.

¹⁰ Gli IDE verso i paesi emergenti erano pari a 117 miliardi nel 1997 e sono continuati a crescere nel 1998 e 1999 (122 e 154 miliardi, rispettivamente).

Questa riduzione del grado di fragilità finanziaria dei principali paesi emergenti è avvenuto attraverso due canali: la diminuzione dell'indebitamento estero – il cosiddetto *corporate external deleveraging*, che inizia già dal 1997 per i paesi della crisi asiatica, finalizzato a ridurre l'esposizione al rischio valutario; e un accumulo di attività nette sull'estero da parte del settore privato e, successivamente, di riserve valutarie da parte del settore ufficiale. Un'analisi più dettagliata consente di fare chiarezza sulle principali determinanti di tale duplice processo.

Nel 1997-2001 ha prevalso il deflusso di capitali dovuto a operazioni di portafoglio di soggetti privati esteri (flussi privati globali in calo da 210 a 140 miliardi) – soprattutto con riferimento ai flussi di debito (*corporate external deleveraging*) – cui si è accompagnato l'accumulo di attività nette sull'estero da parte di residenti (flussi di capitale in uscita). La riduzione del *corporate external leveraging* ha comportato la contemporanea espansione del ricorso a fonti finanziarie domestiche, nel quadro di politiche monetarie accomodanti post-crisi.

Dal 2002 in poi, la trasformazione dei paesi emergenti in *capital exporters* è stata dominata dall'accumulazione di riserve valutarie (passate da 550 a 3.900 miliardi di dollari tra 1996 e 2007), che è andata a più che compensare i maggiori afflussi di capitali privati, in netta ripresa sino al punto di toccare un massimo di oltre 602 miliardi di dollari nel 2007 prima di ridursi a un valore vicino ai 500 miliardi nel 2008.

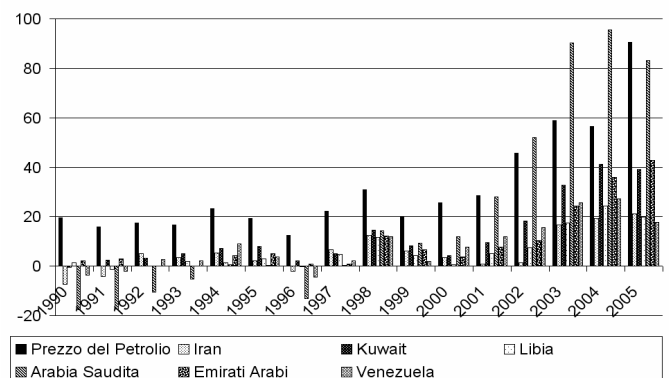
I paesi produttori di petrolio meritano una riflessione a parte. Per questi infatti il persistente avanzo di parte corrente e l'accumulo di riserve estere è stato agevolato dal forte aumento del prezzo del greggio. La FIG. 2 mostra come

TAB. 1: Riserve valutarie, al netto dello stock aureo (mld. Dollari)

	1990	1996	2000	2007
Paesi Emergenti	142	548	759	3,880
China	11	107	168	1,530
Russia	7	11	24	454
India	2	23	40	300
Korea	15	34	96	244
Brazil	7	58	32	180
Algeria	1	4	12	110
Iran	4	9	12	89
Mexico	10	19	36	87
Malaysia	10	27	30	87
Thailand	13	38	32	85
Turkey	6	16	23	73
Poland	4	18	27	63
Indonesia	8	24	29	55
Nigeria	0	4	10	51
Argentina	5	18	25	45

Fonte: IMF, IIF, Thomson Financial

FIG. 2: Prezzo del Petrolio e Saldi di Parte Corrente



Fonte: IMF, IIF, Thomson Financial

la loro bilancia di parte corrente sia migliorata in linea con l'aumento del prezzo del petrolio, determinando un trasferimento del risparmio mondiale a loro favore.

In conclusione, è evidente che in seguito all'azione combinata di questi processi, molte economie emergenti hanno accumulato un ingente controvalore in riserve valutarie – sia per dimensione assoluta, che in termini di Pil mondiale, che rispetto alla dimensione delle risorse a disposizione dello stesso FMI, che ammontano a poco meno del 15% delle riserve ufficiali detenute dalla sola Cina. Ciò suggerisce alcuni interrogativi. Ad esempio, Wyplosz (2007) ritiene sorprendente che paesi che necessiterebbero di utilizzare tutto il loro risparmio per migliorare la loro capacità produttiva e le loro infrastrutture, investano i loro risparmi in attività a basso rendimento come sono le riserve valutarie.

Sembra opportuno, quindi, valutare in maggior dettaglio le motivazioni che hanno spinto i paesi emergenti in tale direzione.

4. Accumulazione e detenzione di riserve: motivazioni, costi e benefici

La trasformazione di molti paesi emergenti in esportatori netti di capitali contrasta con la visione convenzionale, secondo cui i flussi di capitale andrebbero dai paesi ricchi verso le economie emergenti e in via di sviluppo, dove dovrebbero esistere opportunità di investimento caratterizzate da rendimenti potenziali più elevati. Inoltre, comporta sia benefici che costi che tendono a variare al trascorrere del tempo.

Per valutarli, sembra opportuno ricordare che oltre alle necessità legate alla gestione del commercio con l'estero, la prima ragione che spinge un paese a detenere riserve ufficiali è quella di proteggersi dal rischio di crisi valutarie.

La letteratura ha, infatti, da tempo verificato che le riserve internazionali sono uno strumento essenziale per difendersi da *sudden stop*, vale a

dire da improvvise interruzioni degli afflussi di capitale estero (Tweedie, 2000). Diversi contributi empirici hanno dimostrato che la probabilità di una crisi del debito – così come i costi dell'operazione di indebitamento (Chan-Lau, 2004)¹¹ – si riducono all'aumentare delle riserve accumulate. Esse sono, infatti, la materia prima fondamentale per consentire alla banca centrale di intervenire in caso di necessità, anche per svolgere un ruolo di *lender of last resort* in presenza di una elevata percentuale di prestiti in valuta estera, riducendo il rischio di *bank run* (Diamond e Dybvig 1983).

Contributi recenti (Dooley-Folkerts, Landau e Garber, 2004) sostengono la visione secondo cui la crescente accumulazione di riserve possa anche essere legata al perseguimento di una strategia di crescita di tipo *export-led*. Secondo questo filone di analisi, l'enorme stock di riserve sarebbe infatti la risultante di interventi svolti dalle Banche Centrali sui mercati valutari, finalizzati a mantenere un tasso di cambio sufficientemente debole per poter favorire una *export-led growth*.

Per valutare la rilevanza di queste due ipotesi, va ricordato che il livello di riserve ritenuto adeguato non è uguale per ogni paese ma varia con le specificità di ciascuno. Per esempio, paesi avanzati dotati di valute liquide, tassi di cambio flessibili e mercati finanziari sviluppati, avranno meno benefici di natura precauzionale derivanti dalla detenzione di uno stock consistente di riserve. Pertanto, occorre determinare quale metrica sia più opportuna per valutare le dimensioni adeguate dello stock di riserve valutarie.

¹¹ Kamin e von Kleist (1999), Eichengreen e Mody (1998) e Ferrucci (2003).

BOX: Export-led growth e Bretton Woods II

Secondo un'interessante interpretazione dei rapporti valutari vigenti tra Cina e USA, esisterebbe da tempo un regime di cambio a fluttuazione limitata tra il renminbi e il dollaro, compatibile con il mantenimento di un tasso di cambio reale sottovalutato della moneta cinese. Ciò genererebbe sufficiente competitività di prezzo a vantaggio delle esportazioni del gigante asiatico che agirebbero come vero motore della crescita cinese, favorendo l'assorbimento della manodopera proveniente dalla Cina rurale che altrimenti rimarrebbe disoccupata. La stretta analogia tra quanto accaduto tra Europa e USA nel secondo dopoguerra (sia in termini di ruolo delle esportazioni come motore della crescita che del tasso di cambio sottovalutato come fattore di competitività) e quanto sarebbe attualmente in corso di svolgimento tra Cina e USA ha portato a definire tale regime come Bretton Woods II (BW II). Ammesso e non concesso che questa interpretazione sia quella corretta si tratta di capire se attualmente il BW II sia prossimo al suo disfacimento – come in realtà avvenne a partire dal 1968 in occasione dell'inizio della fine del regime di Bretton Woods culminata con l'annuncio della sospensione della convertibilità del dollaro in oro nell'agosto del 1971 – oppure sia ancora distante dal momento di scoppio della crisi. A seconda che ci si trovi nell'una o nell'altra condizione ne discendono conseguenze non banali per quanto riguarda l'andamento del tasso di cambio Renminbi/Dollaro e probabilmente anche per quanto concerne il saldo delle partite correnti cinesi.

Wyplosz (2007) suggerisce che nel valutare l'adeguatezza della disponibilità di riserve valutarie di un paese sia necessario utilizzare dei *benchmark* ben precisi. Per molto tempo il criterio di riferimento internazionale è stato quello in base al quale le riserve dovrebbero coprire tre mesi di importazioni. Tuttavia, per definire qual è il livello di riserve valutarie che

può essere considerato ottimale occorre riprendere il tema della globalizzazione e delle crisi finanziarie anticipato nei paragrafi precedenti. La crisi asiatica ha infatti mostrato come – in un contesto ricco di *currency mismatches*, vale a dire di squilibri tra la valuta di denominazione di provvista e impieghi – un miracolo economico possa trasformarsi facilmente in una crisi esterna.

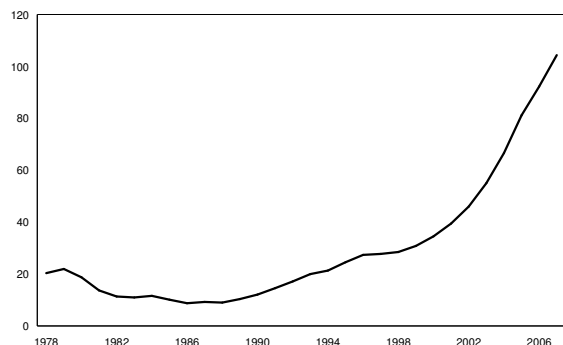
La regola di detenere riserve estere in misura pari ad almeno tre mesi di importazioni sembra inadeguata a rispondere ai rischi connessi con i crescenti squilibri per valuta dell'indebitamento finanziario che tendono a svilupparsi congiuntamente alla crescente liberalizzazione finanziaria. Per questo motivo, essa è stata rimpiazzata dalla cosiddetta regola di Greenspan e Guidotti, secondo cui la dimensione delle riserve estere di un paese va misurata in proporzione allo stock del suo debito estero a breve. Inoltre, il medesimo ragionamento può essere esteso sino al punto di misurare l'adeguatezza delle riserve estere in funzione delle passività estere totali (Lane e Milesi Ferretti, 2006).

La rilevanza di questo tipo di indicatore rispetto al potere di prevenzione delle crisi ha ricevuto un significativo supporto empirico¹² (Bussière e Mulder 1999; García e Soto 2004; Jeanne e Ranciè 2005). Se misuriamo l'evoluzione dello stock di valuta estera detenuta dai principali paesi emergenti in base a questo rapporto (FIG. 3), ne deriviamo che l'espansione delle riserve valutarie sia meno eccessiva di quanto apparirebbe alla luce della sua crescita in valore assoluto (TAB. 1); le riserve sono infatti sostanzialmente in linea con l'indebitamento

¹² Fra le altre misure va ricordato il rapporto fra riserve estere e M2, finalizzato ad accrescere la fiducia nella divisa nazionale che Wijnholds and Kapteyn (2001) suggeriscano possa essere accettabile nel range fra 5 e 20%.

estero medio, per l'insieme dei principali paesi emergenti.

FIG. 3: Quota percentuale delle Riserve rispetto al Debito Estero Totale (Principali paesi emergenti)



Fonte: IMF, IIF, Thomson Financial

In modo simile Wyplosz (2007) alla luce di analoghe misurazioni, suggerisce che – sebbene le riserve siano recentemente cresciute più dell'indebitamento estero dei paesi – non sia possibile giudicarle eccessive, se non per specifici paesi.

Aizenman e Marion (2003), per esempio, trovano evidenza di un eccesso di accumulazione di riserve solo per Cina e Corea del Sud. Edison (2003) per Messico, Russia e (in aggregato) Cina, India, Hong Kong e Malesia. Gosselin e Parent (2005) trovano risultati analoghi per l'Asia. García e Soto (2004) trovano che il livello di riserve di Corea e Messico sia ottimale, alla luce di costi e benefici della loro detenzione, mentre quello della Cina è troppo elevato. Jeanne e Rancière (2006), infine, verificano che le riserve valutarie asiatiche nel 2000 sono eccessivamente elevate.

Prima di concludere che alcuni paesi stiano detenendo riserve eccessive solo per prevenire un apprezzamento del cambio e perseguire una strategia *export-led*, è opportuno ricordare i gravi costi economici inflitti dalla crisi asiatica e

le forti limitazioni determinate dalle condizioni poste dal FMI nel momento dell'erogazione di prestiti di salvataggio ai medesimi paesi. Alla luce di questa considerazione, sembra probabile che taluni paesi siano divenuti riluttanti a ricorrere a prestiti del FMI in caso di crisi, e abbiamo rivisto al rialzo le necessità di riserve valutarie proprio per tutelarsi dal rischio di dover utilizzare nuovamente il supporto del FMI, sottoponendosi alla sua condizionalità.

La scelta di accrescere il proprio stock di riserve valutarie estere a livelli eccessivi rispetto a quelli adeguati alla propria situazione economica fondamentale, tuttavia, non è esente da costi che Rodrik (2006) stima in ragione dell'1% del PIL dei paesi emergenti e in via di sviluppo, in termini di perdita di reddito.

Russell e Torgerson (2007) identificano almeno quattro tipi di costi collegati a una eccessiva accumulazione di riserve valutarie¹³:

- 1) Costi di sterilizzazione di tipo fiscale, necessari per mantenere sotto controllo l'impatto inflazionistico dell'accumulazione di riserve¹⁴.
- 2) Costi di opportunità. Le riserve valutarie potrebbero essere infatti utilizzate per ripagare quote del debito estero o per finanziare progetti di investimento domestico.
- 3) Rischi di perdite per il bilancio della banca centrale in caso di apprezzamento della valuta nazionale.
- 4) Rinvio delle necessarie riforme strutturali, provocato dall'eccessivo senso di sicurezza generato dalla detenzione delle riserve (Bussière e Mulder, 1999).

¹³ Si veda Kletzer e Spiegel (2004) per un trattamento formalizzato dell'argomento.

¹⁴ A questi andrebbero aggiunti i costi rappresentati dalle fluttuazioni delle partite correnti provocate dalla rinuncia ad utilizzare un fondamentale meccanismo di aggiustamento quale la flessibilità del tasso di cambio.

5. Conclusioni

Gli ultimi 25 anni hanno visto un'eccezionale accelerazione del processo di integrazione economica globale. Anche per quanto riguarda i mercati finanziari l'integrazione è cresciuta significativamente. Tuttavia i movimenti dei capitali hanno conosciuto un andamento assai volatile che spesso ha concorso a determinare lo scoppio di crisi finanziarie sistemiche. È proprio in risposta al rischio di crisi che molti paesi emergenti hanno proceduto alla sistematica accumulazione di riserve precauzionali, a volte eccessive rispetto ai loro fondamentali, sostenendo anche dei costi.

D'altro canto, un periodo transitorio di detenzione eccessiva di riserve valutarie potrebbe avere benefici collaterali in termini di sviluppo dei mercati finanziari domestici. Infatti, l'accumulazione di riserve può portare a espansioni creditizie eccessive e imporre operazioni di sterilizzazione (IMF 2003b). L'emissione di titoli di Stato volta a sterilizzare gli effetti sull'offerta di moneta dell'accumulo di riserve, tuttavia, concorre ad aumentare la profondità del mercato dei capitali domestico, provocando effetti positivi anche per la funzionalità di altri mercati/strumenti finanziari. Un mercato dei titoli di Stato più profondo, liquido ed ampio può infatti contribuire ad aumentare le potenzialità di crescita del mercato delle obbligazioni *corporate* in valuta domestica, per esempio in virtù dello sviluppo di curve *benchmark* di riferimento per la determinazione dei rendimenti di mercato.

Lo sviluppo dei mercati finanziari non è una questione secondaria rispetto all'accumulazione eccessiva di riserve valutarie.

Secondo Caballero e Krishnamurthy (2003) lo scarso sviluppo dei mercati finanziari emergenti può generare un'intermediazione inefficiente spingendo i risparmi domestici verso l'acquisto

di attività finanziarie estere, concorrendo in tal modo ad accrescere la posizione creditoria netta dell'economie emergenti nei confronti del resto del mondo. Inoltre, le imprese che operano in presenza di mercati finanziari domestici imperfetti tendono a sottostimare l'effetto di assicurazione dell'indebitamento in valuta locale e si indebitano in valuta estera in misura eccessiva, accentuando i costi di una crisi del cambio.

In questa ottica, un periodo (transitorio) di accumulazione eccessiva di riserve valutarie, potrebbe non essere negativo qualora fosse strumentale a un maggior sviluppo del sistema bancario e finanziario domestico. Ultimato il percorso di ristrutturazione e consolidamento del sistema finanziario, i paesi emergenti sarebbero quindi in grado di ridurre le loro necessità di riserve valutarie e utilizzare lo stock di riserve in eccesso per investimenti più redditizi.

Bibliografia

Aizemann (2007), Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture, NBER Working Paper No. 13277.

Aizenman, J. and R. Glick. (2005). 'Pegged Exchange Rate Regimes - A Trap?' NBER 11652, forthcoming, Journal of Money, Credit and Banking.

Aizenman, J. e J. Lee (2007) "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence," Journal Open Economies Review, Volume 18, Number 2/ April, 2007, Springer Netherlands.

Aizenman, J. e N. Marion, 2003, "The High Demand for International Reserves in the Far East: What Is Going On?" *Journal of the Japanese and International Economies*, 17(3):370-400.

- Bernanke, B. (2005), The Global Saving Glut and the U.S. Current account deficit, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond.
- Bongini P., S. Chiarlone e G. Ferri, 2008, Emerging Banking System Palgrave-MacMillan.
- Bongini, P., S. Claessens e G. Ferri (2001), "The Political Economy of Distress in East Asian Financial Institutions", *Journal of Financial Services Research* 19(1): 5-25.
- Bussière, M. e C. Mulder, 1999, "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion," IMF Working Paper No. WP/99/88.
- Caballero, R. J. (2006) On the Macroeconomics of Asset Shortages, NBER WP 12753, December 2006.
- Caballero, R. J. e A. Krishnamurthy, 2003, "Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance," *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 867-94.
- Chan-Lau, J. A., 2004, "Reserve Holdings and Sovereign Default Risk," (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Diamond, D. e P. H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 91(3):401-419.
- Diaz-Alejandro, C. (1985). 'Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash.' *Journal of Development Economics*. Vol. 19, pp. 1-24.
- Domac, I. e G. Ferri (1999) "Did Financial Shocks Disproportionately Hit Small Businesses in Korea?", *Economic Notes*, No. 3.
- Domac, I., G. Ferri e T.S. Kang (1999), "The Credit Crunch in East Asia: Evidence from Field Findings on Bank Behavior and Policy Issues", World Bank.
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau e P. Garber, 2004, "The Revised Bretton Woods System," *International Journal of Finance and Economics*, 9(4):307-313.
- Edison, H., 2003, "Are Foreign Reserves Too High?" *World Economic Outlook*, IMF, September.
- Edwards, S. Levy Yeyati, E. (2005). 'Flexible exchange rates as shock absorbers.' *European Economic Review*, Vol. 49 (8), pp. 2079-2105.
- Eichengreen, B. (1999). 'Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility.' *Economic Journal*, March, C1-C14.
- Eichengreen, B. (2001), Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?, Background paper for the World Bank's Global Development Finance 2002, ottobre.
- Eichengreen, B., and P. Masson. (1998). 'Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility,' IMF OWP 98/168.
- Eichengreen, B. e A. Mody, 1998, "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt?" NBER Working Paper No. 6408 (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research).
- Ferri, G. (2002), Quali lezioni per il futuro dalle crisi argentina e turca?, Rapporto Monetario CER, Roma.
- Ferrucci, G., 2003, "Empirical Determinants of Emerging Market Economies' Sovereign Bond Spreads," Working Paper No. 205 (London: Bank of England).



García, P. e C. Soto, 2004, “Large Hoardings of International Reserves: Are They Worth It?” Central Bank of Chile Working Papers No. 299.

Gosselin, M. e N. Parent, 2005, “An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia,” Bank of Canada Working Papers No. 05-38.

IMF (2001), IMF Survey, Vol. 30, No. 23, December 10.

IMF (2003), Global Financial Stability Report September 2003 IMF Washington D.C..

IMF (2003b), World Economic Outlook September 2003 IMF Washington D.C..

IMF (2004), Emerging Markets as net capital exporters, in IMF, Global Financial Stability Report September 2004, IMF Washington D.C..

Furman, J. e J.E. Stiglitz (1998), “Economic Crisis: Evidence and Insights from East Asia”, Brookings Papers on Economic Activity.

Jeanne, O. and R. Rancière (2006) “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications,” Working Paper WP/06/229, Washington: International Monetary Fund.

Kamin, S. e K. von Kleist, 1999, “The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990s,” BIS Working Paper No. 68 (Basel: Bank for International Settlements).

Kaminsky, G. L. e C. M. Reinhart (1999), The Twin crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, American Economic Review: 473-500.

Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, and S. J. Wei, 2006, “Financial Globalization: A Reappraisal,” IMF Working Paper, WP/06/189.

Lane, P., and G.M. Milesi-Ferretti (2006) “The External Wealth of Nations Mark II: Revised

and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, Working Paper No. 06/69, Washington: International Monetary Fund.

Obstfeld, M., J. C. Shambaugh and A. M. Taylor. (2005). ‘The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility,’ Review of Economics and Statistics 3, pp 423-438.

Rajan, R. Investment Restraint, The Liquidity Glut, and Global Imbalances, Remarks At the Conference on Global Imbalances organized by the Bank of Indonesia in Bali, November 16th 2006.

Rodrik, D., 2006, “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves,” *International Economic Journal*.

Russell, G. e T. Torgerson, 2007, Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?, Department of the Treasury: Office of International Affairs-Occasional Paper No. 6, March, 2007.

Wijnholds, J. O. De Beaufort e A. Kapteyn, 2001, “Reserve Adequacy In Emerging Market Economies,” IMF Working Paper No. 01/143.

Wyplasz, C. (2007) “The Foreign Exchange Reserves Build-up: Business as Usual?”, Paper prepared for the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, 6-7 March 2007, the Commonwealth Secretariat, London.

2. ACCUMULAZIONE DI RISERVE E COSTITUZIONE DI FONDI SOVRANI (SWFs)[♦]

Il maggior stock di riserve ufficiali accumulate in seguito ai fenomeni discussi nel capitolo 1, la crescente consapevolezza della sua (possibile) transitorietà unitamente alla bassa redditività derivante da un investimento “tradizionale” delle riserve stesse hanno spinto molti paesi a valutare la possibilità di impiegare diversamente l’ampia disponibilità di liquidità generata dagli avanzi di bilancia dei pagamenti. Tale decisione è stata resa più agevole – come evidenziato nel capitolo precedente – dal superamento in molti paesi di quello che è il livello considerato normale di riserve; in tal modo i paesi considerati hanno potuto cercare di massimizzare il rendimento del loro stock di riserve senza porre a rischio la sostenibilità esterna dei loro sistemi economici. Ne è così derivata un’attività di investimento volta a costituire un portafoglio finanziario con un profilo di rischio più accentuato – rispetto a quella che invece ha caratterizzato per lungo tempo la gestione (conservativa) delle riserve ufficiali – al fine di realizzare un rendimento più elevato nel medio-lungo periodo. In altre circostanze invece – secondo le interpretazioni fornite da alcuni esperti – l’utilizzo di riserve ufficiali è stato finalizzato all’acquisizione di un maggior peso all’interno di alcuni settori produttivi (industriali o terziari) considerati strategici.

I Fondi Sovrani (SWFs) sono i veicoli attraverso cui queste nuove finalità sono state perseguite, con un’ottica di lungo periodo. Un Fondo Sovrano è un fondo di investimento creato da

uno Stato per diversificare e accrescere il rendimento delle sue riserve ufficiali o dei proventi (diretti e/o fiscali) derivanti dalla vendita delle materie prime disponibili sul territorio nazionale e, al contempo, isolare il bilancio pubblico dalle fluttuazioni economiche e/o perseguire obiettivi di equità intergenerazionale.

E’ del tutto chiaro che questi stessi obiettivi avrebbero potuto essere conseguiti in forma diretta, tramite l’operatività della Banca Centrale, di un dipartimento del Ministero dell’Economia o attraverso le operazioni svolte da imprese di stato esistenti; in alternativa l’obiettivo di maggior redditività o di acquisizione di posizioni strategiche avrebbe potuto essere raggiunto affidandosi a gestori privati, quali ad esempio, società di *asset management* o fondi di *private equity*. Tuttavia, a partire dagli anni ’50 e in modo particolare nel corso dell’ultimo ventennio gli SWFs hanno progressivamente occupato un ruolo sempre più di rilievo all’interno del sistema finanziario internazionale, diventando gli indiscussi protagonisti di queste nuove strategie di investimento di medio-lungo periodo realizzate da gran parte delle autorità di governo dei paesi emergenti, ma non solo.

Alcuni dati statistici aiutano a comprendere la crescente dimensione del fenomeno SWFs (TAB. 1). Nel 1990 i SWFs disponevano di un portafoglio complessivo eccedente i 500 miliardi di dollari. A fine 2007, questo valore era stimato fra i 3.000 e i 4.000 miliardi di dollari (Jen 2007, Deutsche Bank, 2008). Per confronto, si può notare che i fondi *private* e *hedge* godevano di un volume di risorse da gestire pari a circa 2.000 miliardi di dollari, mentre la capitalizzazione delle borse mondiali era pari a 65.000 miliardi di dollari e il valore totale degli strumenti

[♦] A cura di Stefano Chiarlone, UniCredit Group. Ogni affermazione contenuta in questo articolo è puramente personale e non necessariamente riflette le idee o i punti di vista dell’istituzione di appartenenza.

finanziari contrattati era superiore a 145.000 miliardi (IMF, 2008b).

TAB. 1 Dimensione delle attività gestite da diverse classi di operatori finanziari e dei mercati riguardanti diversi strumenti finanziari (migliaia di miliardi di dollari)

Attività bancarie	63.5
Capitalizzazione dei mercati azionari	42
Titoli del debito privato	36.3
Titoli del debito pubblico	23.4
Fondi di investimento	21
Fondi pensione	17.9
Compagnie d'assicurazione	16
Riserve ufficiali (ex-oro)	4.2
SWF	3-4
<i>Hedge Funds</i>	1.4
Memo: PIL mondiale	45

Fonte: ISAE (2007).

L'accresciuta dimensione degli SWFs ha suscitato reazioni e preoccupazioni nel mondo occidentale per due diversi ordini di motivi. In primo luogo, sono stati espressi timori relativi alla possibilità che alcuni dei maggiori SWFs potessero acquisire quote importanti di imprese occidentali aventi un rilievo strategico per la sicurezza nazionale, per la dotazione di infrastrutture *soft* e *hard* e per la disponibilità e/o la generazione di conoscenza e tecnologia. In secondo luogo, in concomitanza con lo scoppio della prima grande crisi finanziaria del XXI secolo, sono state espresse preoccupazioni una volta tenuto conto della possibilità che il forte calo dei prezzi delle attività finanziarie – e delle azioni in particolare – potesse consentire la realizzazione di vere e proprie “campagne di acquisizione” a basso costo (*fire sale asset*). A queste preoccupazioni se ne sono aggiunte altre una volta osservato che:

i) per la prima volta le imprese occidentali sono diventate un *target* strutturale di acquisizioni, e i potenziali predatori sono entità pubbliche di paesi emergenti;

ii) molti SWFs hanno la sede in paesi privi di sistemi democratici di stampo occidentale e soffrono di un basso livello di trasparenza per quanto riguarda la loro operatività e le loro finalità. Facendo riferimento al *Linaburg-Maduell Transparency Index* del *Sovereign Wealth Fund Institute* (Sovereign Wealth Fund, Institute, 2008), la trasparenza media di tutti i SWFs è pari a 5,6 in una scala da 1 a 10. Raggiungono voti superiori a 6 solo i SWFs domiciliati in Europa Occidentale (8,5), America Settentrionale (8,5) e Oceania (9,5), mentre la maggior parte dei SWFs è, al contrario, localizzata in Asia e Medio Oriente. Allo stesso modo, la classificazione di Truman (2008) indica che i SWFs più trasparenti e con la migliore *governance* sono domiciliati in paesi occidentali¹.

Alla luce di questo scenario, nel resto di questo capitolo cercheremo di approfondire le motivazioni alla base dell'operatività dei SWFs e le principali conseguenze provocate dalla loro presenza sui mercati finanziari internazionali.

In maggior dettaglio, nel primo paragrafo descriviamo le diverse caratteristiche che può assumere un SWF; nel secondo ripercorriamo la cronologia delle principali tappe che hanno segnato lo sviluppo degli SWFs; nel terzo paragrafo discutiamo le principali implicazioni economiche mentre nel quarto analizziamo le conseguenze di natura geo-politica dell'ascesa dei SWFs.

1. Tassonomia dei SWFs

La definizione di Fondo Sovrano fornita nella sezione precedente è della massima generalità. In realtà, si possono identificare diverse tipologie di SWFs utilizzando un criterio basato sulla diversa provenienza dei fondi –

¹ Per un approfondimento dei temi relativi al grado di trasparenza dei SWFs si rimanda al capitolo 3.

prevalentemente attività estere, gestite separatamente dalle riserve ufficiali – utilizzati per costituire il capitale dei Fondi stessi. E' infatti possibile distinguere tra:

- **Fondi commodity** costituiti a partire dai proventi delle esportazioni di materie prime, incluse eventuali tasse o *royalties*.
- **Fondi non commodity** che traggono le risorse a loro disposizione da elevati e continui avanzi di partite correnti.

In alternativa possiamo classificare i SWFs in base alla loro finalità principale. In tal caso si hanno

i) SWFs di stabilizzazione costituiti da Stati sovrani ricchi di materie prime, che vengono gestiti con la finalità di ridurre la sensibilità dei bilanci pubblici (e del sistema economico nel suo complesso) alla volatilità dei prezzi delle *commodities* prodotte ed esportate.

Un *boom* del prezzo del petrolio può infatti aumentare le disponibilità liquide dei paesi esportatori, favorendo un'espansione della spesa pubblica. Un calo dei prezzi può avere effetti opposti. I guadagni connessi con lo shock petrolifero del 1973-1974, per esempio, indussero molti paesi ad aumentare in modo consistente la spesa pubblica, grazie ad un vero e proprio *boom* di entrate dovute alle maggiori esportazioni petrolifere. La medesima fu ridotta, quando i prezzi del petrolio crollarono, con chiari effetti di natura pro-ciclica.

Alcuni Stati hanno cercato di ovviare a questa situazione trasferendo parte dei proventi delle loro esportazioni di materie prime all'interno di SWFs. Agendo in tal modo si è cercato di: a) ridurre le potenzialità di crescita della spesa pubblica nei periodi di *boom* per evitare/limitare effetti inflazionistici e di sopra-valutazione reale del tasso di cambio; b) utilizzare i rendimenti maturati (e in situazione estreme persino il

capitale²), in modo da evitare manovre fiscali restrittive durante periodi recessivi o di stagnazione.

ii) SWFs di risparmio o intergenerazionali si pongono l'obiettivo di garantire una distribuzione equa dei proventi delle risorse nazionali fra le generazioni.

I crescenti proventi dovuti alle elevate quotazioni delle *commodities* hanno indotto la trasformazione di molti fondi sovrani (inizialmente costituiti per finalità di stabilizzazione) in istituzioni aventi una connotazione più marcata di fondi di risparmio (ISAE, 2007).

Non solo il reddito nazionale ma anche lo stock di ricchezza nazionale segue spesso un andamento correlato al ciclo di vita ed economico di singole attività reali (esauribili e non-rinnovabili) come le materie prime. Inoltre, specifiche fasi di sviluppo di una nazione possono essere caratterizzate da un'elevata (ancorché) transitoria competitività, mentre in altre fasi l'apprezzamento del tasso di cambio reale dovuto alla scoperta di giacimenti di risorse naturali (ciò che in letteratura viene definito *dutch disease*) può avere implicazioni negative per la competitività degli altri settori, comportando ancora una volta conseguenze avverse per il reddito prodotto.

In questo contesto, invece che consumare completamente la maggiore ricchezza nazionale e i proventi che essa può generare, o investirli in progetti pubblici di natura infrastrutturale, uno Stato può decidere di costituire un SWF con il mandato di gestire un portafoglio finanziario finalizzato a conseguire specifici obiettivi di rendimento di lungo periodo.

² Si pensi all'iniezione di fondi del *National Welfare Fund* russo nel sistema bancario domestico annunciata nell'ottobre 2008

iii) *Reserve investment corporations*, che sono SWFs finalizzati a investire le riserve ufficiali in portafogli diversificati di titoli, con strategie di investimento di lungo periodo; ciò al fine di limitare il costo opportunità dovuto alla eccessiva accumulazione di riserve che – come già analizzato nel corso del precedente capitolo – è dovuto al fatto che:

a) le riserve sono spesso detenute sotto forma di liquidità o investite in strumenti a basso rendimento. La loro gestione da parte delle banche centrali ha garantito rendimenti reali

intorno all'1% annuo nella media degli ultimi 60 anni, mentre un portafoglio differenziato avrebbe consentito rendimenti del 6% (Deutsche Bank, 2007);

b) per sterilizzare l'impatto sulla massa monetaria domestica, devono essere emessi titoli pubblici, il cui costo (rappresentato dal rendimento offerto sui titoli emessi) tende ad essere superiore al beneficio (costituito dal rendimento ottenuto investendo le riserve ufficiali in titoli di stato stranieri, generalmente molto basso come nel caso dei Treasuries USA).

BOX: Natura del *funding* e condizioni di redditività:

Commodity SWFs vs. Non Commodity SWFs.

Nel caso di Fondi Sovrani che trovano ragione nell'accumulazione di *assets* dovuti alla esportazione di materie prime (come i *Commodity Funds* di Russia e Norvegia) ci si trova di fronte SWFs che rappresentano una sorta di *equity-claim* dello stato sovrano rispetto alle dotazioni naturali possedute. I *Commodity Funds* sono infatti costituiti grazie ai proventi delle esportazioni di *commodities* che sono possedute o tassate dal governo. In questo caso il rendimento netto del SWF è semplicemente e unicamente rappresentato dal rendimento delle attività in cui vengono investiti i fondi, in quanto non esistono delle *liabilities* esplicite. Ad esempio nel periodo 1996-2006 SWF norvegese ha avuto un rendimento nominale medio annuo del 6,5% - dovuto agli investimenti in attività estere (e denominate in valuta straniera) generate dall'export di petrolio – che costituisce il guadagno netto del SWF norvegese.

Ben altra vicenda è quella dei Fondi Sovrani che sono finanziati attraverso l'emissione di debito denominato in moneta domestica, come nel caso dei SWFs (di Cina e Corea) costituiti attraverso un trasferimento di riserve ufficiali da parte delle Banche Centrali a fronte dei quali si è realizzata l'emissione di una passività da parte del Governo. In questo caso il rendimento netto del Fondo Sovrano è rappresentato dalla differenza tra rendimento

(espresso in moneta domestica) delle attività estere su cui vengono investite le risorse e il costo dovuto alla emissione di debito in moneta locale. A titolo di esempio si consideri il caso della CIC (China Investment Corporation). Questo Fondo Sovrano è stato costituito trasferendo *assets* denominati in moneta estera (le riserve ufficiali) da SAFE (State Administration of Foreign Exchange, una branca della Banca Centrale cinese) a CIC contro l'emissione di una passività da parte del governo (titoli di stato che rendono il 4% nominale annuo). Quindi il SWF cinese è *debt-based*. In quanto tale, il rendimento guadagnato nella gestione delle attività estere dovrà essere sufficiente a remunerare le passività domestiche, al netto dell'eventuale costo rappresentato dal tasso di apprezzamento nominale del Renminbi (ipotizzabile in ragione del 5% annuo). In questo caso il *cutoff rate* o *hurdle rate* coerente con la sostenibilità/profittabilità di lungo periodo del SWF deve quindi essere almeno pari al 9,0%. Qualora pressioni inflazionistiche spingessero verso un aumento dei tassi nominali di interesse cinesi oppure tensioni sui mercati valutari portassero a un maggior apprezzamento del Renminbi ne conseguirebbe un ulteriore incremento dell'*hurdle rate*: l'operatività del Fondo sarebbe più difficile in quanto la profittabilità potrebbe diventare negativa.

La distinzione tra attività sotto la gestione (*Asset under Management*, AuM) di un SWF e riserve ufficiali, peraltro, non è precisa. Infatti, le riserve ufficiali – secondo la definizione dovuta al Fondo Monetario Internazionale – sono attività non domestiche prontamente disponibili e controllate dall'autorità di politica monetaria con il fine di finanziare gli squilibri nella bilancia dei pagamenti internazionali e regolarli attraverso interventi sul mercato dei cambi. Se le attività dei SWFs sono investite in strumenti liquidi e prontamente disponibili per l'Autorità Monetaria, allora queste possono essere classificate come riserve ufficiali. Tuttavia, sembra logico che per perseguire il mandato loro assegnato i SWFs debbano essere caratterizzati da una maggiore tolleranza al rischio e da un orizzonte di investimento di più lungo termine, rispetto a quanto caratterizza tipicamente la gestione delle riserve ufficiali da parte delle Banche Centrali. Quindi la quota di valuta estera attribuita ai SWFs diminuisce la disponibilità di riserve estere per il paese.

Ciò non rappresenta un problema secondo Buitert (2007) che sostiene che – salvo che un paese si impegni a mantenere un cambio fisso per un periodo indeterminato – le riserve valutarie necessarie sono minime. Seguendo questa ottica, una quota rilevante delle riserve valutarie detenute dalla Cina rappresenta *assets* investiti in modo troppo precauzionale rispetto al necessario. La lenta liberalizzazione del mercato valutario renderebbe queste risorse disponibili per investimenti più adeguati e quindi rappresenta un fattore di crescita potenziale per gli attivi dei SWFs cinesi.

Sembra importante ricordare che occorre che questa tendenza alla crescita del portafoglio dei SWFs non porti a perpetuare politiche macroeconomiche o finanziarie inadeguate.

Infatti, i fondi *non-commodity* sono spesso la conseguenza ultima di prolungate fasi di sottovalutazione reale delle valute domestiche, che hanno indotto il forte avanzo delle partite correnti alla base della nascita dei SWFs. Tuttavia, questa strategia di politica economica, vincolando il tasso di cambio agli obiettivi di una crescita *export-led* ha sottratto alle istituzioni domestiche un pieno controllo della politica monetaria, creando non pochi squilibri anche per il funzionamento del mercato creditizio. Si pensi al caso cinese, ove è sempre più difficile contenere – mediante operazioni di sterilizzazione e aumento dei coefficienti di riserva obbligatoria – gli effetti sugli aggregati monetari e creditizi dell'enorme avanzo di bilancia dei pagamenti conseguente il mantenimento di un tasso di cambio fisso su di un livello sottovalutato in termini reali (Chiarlone e Amighini 2007).

Esistono, inoltre, tipologie di SWFs collegate a priorità diverse come progetti socio-economici, creazione di infrastrutture e altre passività future del settore pubblico come le pensioni. In particolare, l'invecchiamento della popolazione ha spinto molti governi a costituire **Public Pension Reserve Funds** (PPRFs) con finalità simili a quelle dei *Saving fund*. In alcuni casi, i PPRFs sono alle dirette dipendenze del governo e, quindi, rientrano pienamente nella categoria dei fondi sovrani (**Sovereign Pension Reserve Funds**, SPRFs)³. Gli altri, i **Social Security Reserve Funds** (SSRFs)⁴, non sono SWFs, pur perseguendo finalità del tutto similari, poiché

³ Essi hanno in gestione circa 300 miliardi di dollari, già considerati nella stima precedente.

⁴ I SSRFs hanno in gestione attività superiori ai 4 mila miliardi di dollari secondo stime OCSE (2008), di cui oltre 2.000 miliardi detenuti dal Social Security Trust Fund degli Stati Uniti.

non sono alle dirette dipendenze dell'autorità statale.

Infine, una delle motivazioni che hanno spesso spinto i paesi a dotarsi di un SWF cui esternalizzare la gestione delle attività in valuta estera è di tipo organizzativo. Va infatti ricordato che:

- i) nonostante la scarsa trasparenza di molti SWFs, questi possono offrire maggiore *accountability* e trasparenza rispetto a quella derivante dalla gestione degli stessi *assets* da parte di un dipartimento della banca centrale;
- ii) la forma societaria scelta può agevolare l'accesso a competenze e professionalità internazionali, rispetto ai vincoli spesso presenti per il settore pubblico in senso stretto.

2. Storia dei SWFs

A partire dagli anni '50 molti paesi hanno costituito SWFs, a cominciare dal *Kuwait Investment Board* (KIB) e dal *Revenue Equalisation Reserve Fund* (RERF) di Kiribati.

Il *Kuwait Investment Board* è nato nel 1953 per investire i proventi della vendita del petrolio. Esso è stato sostituito nel 1965 dal *Kuwait Investment Office* (KIO) che gestisce una parte consistente del *Future Generation Fund* nel quale il Kuwait trasferisce il 10% dei proventi annui della vendita del petrolio.

Kiribati ha stabilito sin dal 1956 il *Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund* per gestire i proventi dell'industria dei fosfati. Dalla nascita, le sue attività sono cresciute in misura pari a nove volte il Pil di Kiribati, con un rendimento medio del 33%. I proventi dell'industria dei fosfati sono ormai esauriti, ma il capitale investito è in grado di contribuire alla crescita del Pil per una quota superiore al 15% all'anno, anche solo con un rendimento del 10%, secondo *The Economist* (2008).

Nel 1974 il Ministero delle Finanze del Governo di Singapore costituì Temasek⁵, una *holding* di investimento direttamente posseduta dal Governo. Il mandato di Temasek è quello di gestire le quote che il governo di Singapore possedeva in una serie di imprese locali. Successivamente Temasek è cresciuta significativamente e la sua strategia di investimento si è diretta anche a paesi circostanti, prima di divenire globale con investimenti in paesi emergenti (come quelli nelle banche della Cina, per esempio) e avanzati. Nel 1976 venne creata la *Abu Dhabi Investment Authority*, il cui obiettivo era quello di investire i surplus del governo di Abu Dhabi in un ampio spettro di attività finanziarie caratterizzate da basso rischio. La strategia di investimento si è successivamente estesa all'acquisizione di quote di imprese straniere, accentuando il profilo di rischio accettabile.

Sempre nello stesso anno, nacquero l'*Alaska Permanent Fund* e *Alberta Heritage Fund*, due dei pochi principali SWFs non facenti capo a paesi emergenti.

L'*Alaska Permanent Fund* fu creato con l'obbligo di trasferirvi almeno il 25% di tutti i ricavi provenienti dall'industria estrattiva in Alaska per investirli in attività finanziarie. Il fondo fu lanciato con un capitale iniziale di circa 700 mila dollari, che sono ormai divenuti circa 40 miliardi. Una quota significativa dei

⁵ Va precisato che non è del tutto chiaro se, in effetti, Temasek sia un SWF, piuttosto che una società di investimento di proprietà pubblica. Nel 2008, infatti, Temasek medesima ha precisato di non essere un SWF poiché non necessita di approvazioni governative per le sue operazioni e deriva la liquidità da investire da operazioni di negoziazione del suo attivo e non da trasferimenti pubblici. Rimane, tuttavia, il fatto che essa è di proprietà pubblica. Per una valutazione più approfondita della questione si rinvia al capitolo 5.

rendimenti del fondo è utilizzata per garantire un dividendo annuale ai residenti dell'Alaska.

L'*Alberta Heritage Savings Trust Fund* fu creato come *Saving Fund* per rafforzare e diversificare la struttura economica nazionale. Inizialmente ricevette 620 milioni di dollari, cioè il 30% dei proventi dello sfruttamento delle risorse non rinnovabili ottenute dal Governo dell'Alberta da Aprile 1976 a Marzo 1977 e un trasferimento speciale di 1,5 miliardi di dollari dall'*Alberta's General Revenue Fund*.

Negli anni Ottanta nacquero la *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC), la *Libyan Arab Foreign Investment Corporation* (LAFICO), lo *State General Reserve Fund* dell'Oman, la *Brunei Investment Agency* e il *Copper Stabilisation Fund* cileno⁶.

Gli ultimi quattro sono tradizionali fondi di tipo *commodity*. La GIC è uno dei principali SWFs *non-commodity* attualmente operanti. La GIC è nata nel 1981 per gestire le riserve internazionali del governo di Singapore e investirle al fine di ottenere:

- i) rendimenti di lungo periodo finalizzati a sostenere la ricchezza nazionale;
- ii) fornire le risorse per evitare squilibri fiscali e di parte corrente e contenere le fluttuazioni della valuta.

Gli anni Novanta videro la nascita di tre importanti SWFs, il *Government Pension Fund* norvegese, l'*Oil Stabilisation Fund* iraniano e il *Khazanah Nasional* malese. I primi due sono fondi di tipo *commodity*. Quello malese è la società di investimento del governo della Malesia e ha il mandato di gestirne le attività finanziarie per operare investimenti strategici.

In particolare, il *Government Pension Fund* norvegese, un SPRF nato per favorire la copertura delle spese pensionistiche future per

mezzo di una gestione di lungo periodo dei proventi dell'estrazione di greggio, è il SWF con il maggior livello di trasparenza secondo la graduatoria del *Linaburg-Maduell Transparency Index*, insieme con i SPRF della Nuova Zelanda (*New Zealand Superannuation Fund*) e dell'Australia (*Australian Government Future Funds*, nato con i proventi della vendita della società Telstra) creati nel 2003 e nel 2004.

Nel nuovo millennio, molti altri paesi hanno deciso di dotarsi di SWFs. Il *Sovereign Wealth Fund Institute* ne conteggia oltre 20 (incluso i SPRF). Fra i principali vanno segnalati quelli di Russia, Arabia Saudita e Cina, oltre che Qatar, Corea del Sud, Emirato di Dubai, Bahrain, Irlanda, Kazakistan, Taiwan. A questi se ne aggiungeranno probabilmente altri ancora: secondo una recente indagine di Deutsche Bank (2008) sono infatti in corso trattative volte a costituire almeno altri 8 nuovi SWFs entro l'inizio del 2010.

In quanto segue cercheremo di esporre sinteticamente i tratti caratteristici di alcuni SWFs di nuova costituzione aventi particolare rilievo sistemico.

- Lo *Stabilization fund of the Russian Federation* è stato creato nel 2004 con l'obiettivo di stabilizzare la spesa pubblica della Federazione Russa e ridurre la correlazione tra questa e l'andamento del prezzo del petrolio. Nel febbraio del 2008 è stato scisso in due fondi, il *Reserve Fund*, che ha l'obiettivo di investire le riserve valutarie in strumenti a basso rischio, e il *National Welfare Fund*, che è il SWF vero e proprio della Russia in quanto ha il fine di investire in strumenti a maggior rendimento atteso, incluse azioni di imprese straniere e gestire l'eccesso di liquidità prodotto dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio per isolarne l'economia russa.

⁶ Trasformato nel 2006 nel *Social and Economic Stabilization Fund*.

- In Cina si è registrato un particolare attivismo. *Central Huijin Investment Corporation*, stabilita nel 2003 come società di investimento del governo della Repubblica Popolare Cinese è stata successivamente fusa nella *China Investment Corporation* (CIC), che è stata lanciata nel 2007. CIC deriva la sua capitalizzazione dall'eccesso di riserve estere della Cina e ha il mandato di gestirne una quota (pari a 200 miliardi di dollari). Fra i suoi obiettivi vi è quello di garantire la ricapitalizzazione delle banche cinesi⁷ e delle principali imprese pubbliche cinesi in ristrutturazione.

Inoltre, ha la finalità di investire in imprese straniere di grandi dimensioni, seguendo il modello di business di Temasek e perseguendo investimenti in aree geografiche di interesse strategico per la Cina. La Cina, peraltro, dispone dal 2000 anche di un SPRF, il *National Social Security Fund*, che ha il mandato di affrontare il problema del finanziamento futuro del sistema pensionistico. Il suo capitale deriva prevalentemente dalla privatizzazione di imprese pubbliche e da altri trasferimenti fiscali.

- Un'altra area in cui si è sviluppata una forte attività nel campo dei SWFs è il Golfo Persico. Storicamente, i proventi petroliferi dell'Arabia sono stati gestiti, in parte, dalla *Saudi Arabian Monetary Authority* (SAMA) e, in parte sono confluiti nella ricchezza della famiglia regnante. Gli investimenti di SAMA si sono diretti, prevalentemente, in titoli americani. Solo dal 2008, l'Arabia Saudita ha deciso di dotarsi di un piccolo SWF, gestito dal *Public Investment*

Fund (PIF) che è un fondo attivo sin dal 1971 con l'obiettivo di facilitare lo sviluppo dell'economia domestica. Non sono note le scelte di allocazione di questo fondo.

Le limitate dimensioni di questo SWF indicano la cautela con cui si muove l'Arabia Saudita nel modificare l'allocazione dei suoi proventi petroliferi. Tale cautela sembra dovuta – tra le altre cose – a:

- pressioni demografiche sulla sua fiscalità, che rendono complesso detenere grandi attivi finanziari non liquidi;
- le difficoltà che si potrebbero incontrare modificando l'allocazione delle riserve a svantaggio dell'area del dollaro, dati i grossi legami, riconducibili alla quotazione in dollari del prezzo del petrolio e al mantenimento di un cambio fisso tra valuta statunitense e rial.

⁷ Per esempio, è azionista di rilievo di China Construction Bank e Industrial and Commercial Bank of China e – su pressioni statunitensi collegate alla loro richiesta di aprire filiali negli USA – ha dichiarato che non interverrà nelle operazioni delle banche e agirà come un investitore istituzionale.

TAB. 2: I principali SWFs

Paese	Nome	AuM mld USD	Data di nascita	Tipo	Trasparenza
UAE	Abu Dhabi Investment Authority	875.0	1976	Oil	3
Norvegia	Government Pension Fund	396.5	1990	Oil	10
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	330.0	1981	Non-Commodity	6
Kuwait	Kuwait Investment Authority	264.4	1953	Oil	6
Cina	China Investment Corporation	200.0	2007	Non-Commodity	2
Russia	National Welfare Fund e Oil Stabilisation Fund	162.5	2004	Oil	5
Singapore	Temasek Holdings	159.0	1974	Non-Commodity	7
Qatar	Qatar Investment Authority	60.0	2003	Oil	1
Libia	Libyan Investment Authority	50.0	2006	Oil	1
Algeria	Revenue Regulation Fund	47.0	2000	Oil	1
USA	Alaska Permanent Fund	39.8	1976	Oil	9
Brunei	Brunei Investment Agency	30.0	1983	Oil	1
Sud Corea	Korea Investment Corporation	30.0	2005	Non-Commodity	9
Malesia	Khazanah Nasional	25.7	1993	Non-Commodity	7
Kazakistan	Kazakhstan National Fund	21.5	2000	Oil	3
Canada	Alberta's Heritage Fund	16.6	1976	Oil	8
USA	New Mexico State Investment Office Trust	16.0	1958	Non-Commodity	9
Cile	Social and Economic Stabilization Fund	15.5	1985	Copper	3
Taiwan	National Stabilisation Fund	15.0	2000	Non-Commodity	3
Iran	Oil Stabilisation Fund	12.9	1999	Oil	2
Nigeria	Excess Crude Account	11.0	2004	Oil	1
UAE	Mubadala Development Company	10.0	2002	Oil	6
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	10.0	2006	Oil	6
Botswana	Pula Fund	6.9	1966	Diamonds & Minerals	3
Arabia Saudita	Public Investment Fund	5.3	2008	Oil	n/a
Azerbaijan	State Oil Fund	5.0	1999	Oil	9
Cina	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Non-Commodity	n/a
USA	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	3.9	1974	Minerals	8
USA	Alabama Trust Fund	3.1	1986	Gas	n/a
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	3.0	2005	Oil & Gas	7
Vietnam	State Capital Investment Corporation	2.1	2006	Non-Commodity	4
Oman	State General Reserve Fund	2.0	1980	Oil & Gas	2
UAE	RAK Investment Authority	1.2	2005	Oil	3
Venezuela	FIEM	0.8	1998	Oil	2
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.5	1956	Phosphates	1
Memo: Autorità Monetarie					
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	365.2		Oil	4
Cina	SAFE Investment Company	311.6		Non-Commodity	2
Hong Kong	Monetary Authority Investment Portfolio	173.0		Non-Commodity	7
Memo: SPRFs					
Cina	National Social Security Fund	74.0	2000	Non-commodity	n/a
Australia	Australian Future Fund	58.5	2004	Non-Commodity	9
Irlanda	National Pensions Reserve Fund	30.8	2001	Non-Commodity	7
Nuova Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	13.8	2003	Non-Commodity	10

Fonte: SWF Institute, Deutsche Bank Research

3. Una rappresentazione geografico-settoriale dell'attività dei SWFs

In termini aggregati, l'industria dei SWFs comprende oltre 60 fondi (Deutsche Bank, 2008). ADIA, GIC e *Government Pension Fund* norvegese sono i principali, con AuM rispettivamente pari a 875, 330 e 300 miliardi di dollari (TAB. 2). La scarsa trasparenza di molti SWFs rende, tuttavia, molto difficile calcolare con precisione le dimensioni del portafoglio complessivamente gestito. Le stime più recenti ritengono che questo valga tra i 3 e 4.000 miliardi di dollari, a seconda della tipologia di fondi inclusa, ovvero tra l'1% e l'1,5% dei mercati globali delle attività. Negli ultimi cinque anni i SWFs sono cresciuti ad un ritmo superiore al 20% annuo. La domanda anelastica di greggio e il suo elevato prezzo (almeno sino all'estate del 2008), uniti alla persistenza degli squilibri macroeconomici globali, hanno portato molti analisti a prevedere un tasso di crescita annuo dei SWFs superiore al 20% anche per il prossimo decennio⁸. Nel 2015 il valore totale dei fondi sovrani potrebbe aggirarsi tra i 9 e i 16.000 miliardi di dollari, vicino al 4% degli *asset* mondiali. Se si proiettano nel futuro le tendenze recenti, nel corso dei prossimi dieci anni il valore totale dei fondi sovrani supererà il valore delle riserve delle banche centrali.

Scendendo in maggior dettaglio nell'analisi dei dati è possibile individuare ulteriori caratteristiche interessanti, utilizzando una classificazione geo-settoriale che distingua tra origine e destinazione delle risorse gestite dai SWFs.

⁸ Queste stime sono state prodotte prima dello scoppio della crisi finanziaria globale attualmente in corso e prima del contro-shock petrolifero che ha portato il costo del barile di petrolio da 150 a 60 dollari.

3.1 Disaggregazione geo-settoriale: origine degli *assets* gestiti

Una disaggregazione settoriale per origine degli *assets* gestiti dai SWFs mostra inequivocabilmente come 2/3 degli AuM dei Fondi Sovrani derivino da esportazioni di materie prime e 1/3 da surplus di partite correnti altrimenti determinatisi (Jen 2007).

Se aggregiamo i dati a livello geografico, si nota come i principali fondi del Golfo Persico (ADIA, KIA, QIA e Dubai International Capital) abbiano portafogli combinati superiori a 1.000 miliardi di dollari. Secondo Setser e Ziemba (2007), se sommiamo anche i SWFs minori di altri paesi del Golfo, quelli della SAMA e delle banche centrali, arriviamo a oltre 1.600 miliardi di dollari, ovvero circa la metà degli attivi totali. In Asia, l'insieme dei due SWFs di Singapore (GIC e Temasek), di quello coreano e cinese conducono a un portafoglio totale superiore ai 450 miliardi di dollari, che superano i 650 se aggiungiamo la HKMA e altri piccoli paesi. Infine, l'Asia Centrale grazie a Russia e Kazakistan si avvicina ai 200 miliardi. Da notare che Cina e Russia, da sole, hanno gestiscono attività per valori superiori ai 300 miliardi di dollari.

La localizzazione dei SWFs è quindi assolutamente ben delineata: la maggior parte dei Fondi Sovrani (e dagli *assets* gestiti) è concentrata in Medio Oriente e nel Sud Est Asiatico con le sole eccezioni di Russia e Norvegia⁹. Tale informazione è ancora una volta rilevante per le conseguenze di carattere operativo. La gran parte dei paesi in cui hanno sede i SWFs sono infatti caratterizzati da un

⁹ Tuttavia non va dimenticato che i paesi industrializzati non risultano del tutto estranei al fenomeno: ad esempio, la banca centrale norvegese controlla il secondo maggiore SWF esistente. Se si includono i fondi pensione, i Paesi OCSE controllano più del 40% delle attività dei SWFs nel mondo.

dollar peg più o meno stringente. Dal momento che attualmente oltre il 40% degli *assets* dei SWFs è detenuto da *dollar-peggers*, qualora l'ancoraggio al dollaro venisse abbandonato si manifesterebbero conseguenze non piccole anche per le strategie di investimento degli stessi SWFs. La domanda di dollari si ridurrebbe contribuendo a indebolire la quotazione del dollaro sui mercati valutari con effetti negativi per gli stessi SWFs! Un problema su cui torneremo più avanti¹⁰ che – nell'opinione di Summers (2007) – è in parte alla radice del cosiddetto *balance of financial terror*.

3.2 Disaggregazione geo-settoriale: destinazione degli investimenti effettuati

L'analisi dei dati disaggregati per destinazione geografico-settoriale degli investimenti effettuati dai SWFs risulta altrettanto interessante. Le aree di destinazione privilegiate dagli investimenti dei SWFs sono state Nord America e Europa, rispettivamente con il 37 e il 32% del totale delle transazioni effettuate nel corso del periodo 1995-2008. L'Asia ha assorbito investimenti per il 28% del totale effettuato, che per oltre 4/5 sono stati dovuti ad operazioni svolte da SWFs con sede all'interno della stessa regione asiatica. Il settore che assorbito la maggior quantità di risorse è stato senza alcun dubbio quello finanziario che nel periodo 1995-2008 ha ricevuto quasi 1/3 dei flussi di investimento dei SWFs. Su livelli molto inferiori si sono posti gli investimenti realizzati nel comparto dei servizi (6,3), dell'industria (5,9), delle materie prime (5,0) e dell'immobiliare (4,6%). E' interessante notare come i settori considerati sensibili per eccellenza (da un punto di vista dei problemi di sicurezza nazionale) quali quelli della difesa e della tecnologia abbiano attirato un volume quasi insignificante di investimenti: gli SWFs

¹⁰ Si rinvia al capitolo 6.

hanno infatti investito nel primo l'0,8 e nel secondo l'0,3% del totale dei loro investimenti.

4. Implicazioni della crescita dei SWFs

I SWFs, alla luce della precedente descrizione, sono operatori finanziari istituzionali che operano con un orizzonte di lungo periodo. Pertanto, il loro obiettivo dovrebbe essere quello di costituire un portafoglio diversificato per massimizzarne la performance nel lungo periodo.

Questa impostazione suggerisce un probabile interesse a replicare la composizione dei principali indici di riferimento dei diversi mercati. Pertanto, non si può escludere un crescente interesse dei SWFs verso primarie azioni e/o obbligazioni denominate in valuta di paesi avanzati e/o emesse da emittenti ivi residenti¹¹.

Le implicazioni sul funzionamento dei mercati sono molteplici. In primo luogo, vi sono i benefici relativi a una maggiore completezza e profondità dei mercati stessi, raggiunta anche grazie alla operatività dei SWFs in conseguenza della dimensione significativa del loro portafoglio complessivo. D'altro canto proprio le dimensioni raggiunte dagli SWFs potrebbero comportare anche delle conseguenze negative per l'andamento degli stessi mercati – riconducibili al rischio che eventuali variazioni repentine delle strategie di investimento degli SWFs possano generare elevata volatilità di mercato. Su questo aspetto esistono tuttavia delle posizioni difformi. Alcuni ritengono che un aumento della volatilità indotto dalla presenza dei SWFs costituisca un evento improbabile

¹¹ Da un lato, ciò potrebbe comportare un crescente flusso di capitali dai paesi emergenti a quelli avanzati, contraddicendo le più tradizionali aspettative sul fatto che i capitali dovrebbero muoversi in direzione opposta, alla ricerca di rendimenti più elevati.

dato l'obiettivo di investimento di lungo periodo che perseguono molti SWFs. D'altro canto non è da escludere la possibilità che le decisioni di investimento di SWFs di ampie dimensioni possano indurre fenomeni di imitazione, con conseguente ampliamento delle oscillazioni dei prezzi (ISAE, 2007). Inoltre, il fallimento o perdite significative di qualcuno di loro, potrebbe generare effetti di contagio e mettere a rischio la stabilità finanziaria internazionale (Devlin e Brummitt, 2008). In tutti questi casi, una maggiore trasparenza aiuterebbe le istituzioni di sorveglianza a vigilare con maggiore incisività.

L'impatto globale di queste operazioni dipenderà, tuttavia, dai volumi di acquisto e da eventuali effetti di sostituzione¹² rispetto a titoli già detenuti. Ad ogni modo, pur se i SWFs rappresentano operatori rilevanti, è improbabile che la dimensione dei loro portafogli rispetto alla capitalizzazione totale dei mercati possa generare effetti di rilievo sui prezzi.

Al più, ritornando a sottolineare la natura di investitori di lungo periodo, va ricordato che i SWFs dovrebbero operare con orientamento anti-ciclico – come altri grandi operatori istituzionali (per esempio i fondi pensione) – senza pressioni a liquidare le loro posizioni in periodi di mercato negativo. Di conseguenza, dovrebbero svolgere una funzione stabilizzante. Il fatto di essere scarsamente indebitati, di avere obiettivi di investimento di lungo periodo e di non soffrire la pressione esercitata da parte di azionisti con orizzonti di investimento di breve periodo (come invece hanno molti fondi di

investimento, soggetti al rischio di riscatto da parte dei loro sottoscrittori), riduce, infatti, la probabilità che essi siano forzati a liquidare i loro portafogli in periodi di mercato debole e li trasforma in una potenziale fonte di liquidità in fasi di crisi finanziaria (Kimmitt, 2008). La presenza di investitori liquidi quali i SWFs potrebbe, infatti, generare pressioni al rialzo sui titoli (con effetti opposti sul rendimento, nel caso delle obbligazioni e del *dividend yield*), che potrebbero essere benefici soprattutto in contesti di mercato declinante.

Questo ruolo è stato evidente nel corso della crisi finanziaria iniziata nel mese di agosto 2007. È del tutto chiaro che in una fase di particolare debolezza dei mercati finanziari mondiali la presenza di operatori dotati di liquidità è stata importante per arginare la carenza di capitale. Il prezzo pagato è stato una cessione del controllo e una diluizione del peso degli azionisti incumbenti a favore di azionisti di natura pubblica (in taluni casi poco trasparenti), un trend contrario a quello di privatizzazione che aveva caratterizzato il sistema bancario e finanziario nei decenni precedenti.

Un altro impatto potenziale, di secondo ordine, per l'industria finanziaria è relativo alla possibilità che alcuni SWFs possano decidere di avvalersi di servizi di *asset* o *fund management* da parte di banche di investimento come pare aver fatto quello coreano, o possano aver necessità di servizi di *investment banking* nell'ambito di operazioni su azioni o titoli obbligazionari particolarmente complesse. Ciò genererebbe un potenziale aumento della domanda di mercato per i servizi di questi operatori finanziari (Deutsche Bank, 2007).

¹² L'impatto di eventuali effetti di sostituzione potrebbe essere rilevante. Basti pensare, per esempio, che la Cina gestisce oltre 400 miliardi di dollari di titoli statunitensi (circa il 20% dei titoli in circolazione) e assorbe circa la metà delle nuove emissioni secondo i più recenti rapporti del Tesoro statunitense.

5. Considerazioni di rilievo geo-politico: il punto di vista dell'economista¹³

In sintesi, l'ascesa dei SWFs sui mercati finanziari può contribuire alla loro stabilità e completezza e ad aumentarne la profondità, se essi opereranno come investitori istituzionali con prospettive di lungo periodo, così come descritto nel mandato ufficiale che hanno ricevuto dai rispettivi governi.

La valutazione positiva si scontra, tuttavia, con un problema di scarsa trasparenza, che diviene preoccupante soprattutto se questi operatori acquisiscono partecipazioni rilevanti¹⁴ in imprese di rilievo strategico. In generale, la preoccupazione nasce perché il mercato non sarebbe pienamente in grado di verificare quali sono le loro finalità e il loro interesse alla massimizzazione del profitto. In particolare, la preoccupazione sorge perché i SWFs rispondono a governi e qualcuno di essi potrebbe essere tentato di utilizzare un SWF per finalità politiche nel processo di acquisizione di imprese straniere di rilievo strategico.

Questa possibilità corrisponderebbe a una situazione nella quale entità che sono emanazione di sistemi pubblici non pienamente democratici, nell'accezione occidentale del termine, acquisiscono un ruolo di rilievo nella gestione di imprese private.

¹³ Questa sezione presenta evidenti sovrapposizioni con i contenuti del capitolo 6. Tuttavia il curatore del Rapporto ha intenzionalmente evitato di eliminare le eventuali parti comuni al fine di consentire al lettore di apprezzare le analogie e le diversità – che emergono sui punti trattati – tra un economista e un politologo esperto di relazioni internazionali.

¹⁴ Queste preoccupazioni possono essere valide sia quando i SWFs hanno il controllo formale di una società, sia quando ottengono numerosi posti nei loro consigli di Amministrazione o diritti di voto significativi, ovvero in tutti quei casi in cui il loro investimento non è puramente passivo o finalizzato al profitto.

Da un lato, ciò andrebbe in direzione opposta rispetto alla tendenza alla privatizzazione dei sistemi economici prevalente da un trentennio. Dall'altro, potrebbe indurre una reazione in termini di regolamentazioni eccessive e di limitazioni alla libera circolazione dei capitali da parte dei governi occidentali timorosi di perdere proprietà e/o controllo di imprese strategiche, o di rilievo per la sicurezza nazionale.

Le fondamenta dell'efficienza dei mercati dei capitali sono la libertà di circolazione dei capitali medesimi e la ricerca, da parte di ciascun operatore di opportunità di rendimento adeguate al proprio profilo di rischio-rendimento. Allo stesso modo, la logica del capitalismo moderno presuppone che le imprese operino per massimizzare la loro capacità di generazione di profitti, anche in seguito alla pressione degli azionisti.

Non è immediatamente ovvio che queste motivazioni siano valide anche per investitori pubblici. Secondo taluni osservatori, per esempio, permane il rischio che un governo possa essere, invece, tentato di utilizzare il suo SWF come uno strumento finanziario teso a raggiungere obiettivi politici (Summers, 2007).

Il tema diviene ancora più sensibile se l'acquisizione implica una partecipazione in aziende operanti in settori "strategici" (difesa, infrastrutture, settori tecnologie avanzate, finanza e risorse naturali) al fine di acquisire il *know how* di quelle imprese e/o condizionarne in qualche misura le strategie operative.

La potenziale minaccia alla sicurezza nazionale dello Stato "ospitante" l'investimento da parte del paese acquirente è alla base di reazioni differenti da parte dei *policy maker* delle principali nazioni industrializzate (ISAE 2007).

Queste reazioni corrono il rischio di ingenerare derive protezionistiche. Al contrario, sarebbe utile che la legittima e prevalente esigenza di

proteggere la sicurezza nazionale non si scontrasse con la tutela del libero funzionamento del mercato, soprattutto in un momento nel quale molti mercati finanziari beneficerebbero significativamente dell'arrivo di investitori dotati di rilevante liquidità.

Alcuni osservatori hanno suggerito di risolvere questi problemi con stringenti requisiti di trasparenza per i SWFs, anche superiori a quelli richiesti per altri investitori privati (Truman, 2007). Tuttavia, la trasparenza non è necessariamente sufficiente. Quale sarebbe il ruolo della trasparenza se, per esempio, un paese che ha partecipato a una qualche "*coalition of the willing*" dovesse chiedere trattamenti fiscali preferenziali per imprese investite dal suo SWF, o laddove vi fosse il rischio di fallimento di un'impresa di rilievo sistemico il cui debito è prevalentemente detenuto da un SWF di un paese alleato o massimamente strategico¹⁵ (Summers, 2007).

Anche nel comparto del reddito fisso, laddove fossero disponibili ad accettare delle perdite in conto capitale, i SWFs potrebbero essere in grado di influenzare strategicamente il mercato o di richiedere concessioni per non farlo. Un esempio tipicamente paventato è quello delle potenziali conseguenze di una decisione della Cina di vendere ampie quote del suo portafoglio di obbligazioni del Tesoro USA. Non si capisce, tuttavia, quale beneficio essa potrebbe trarre da una manovra di questo genere, a differenza dei chiari benefici economici che gli *hedge funds* trassero nei primi anni Novanta da manovre simili contro la sterlina inglese.

Summers (2007) suggerisce che tutti questi rischi verrebbero mitigati imponendo ai SWFs di investire solo tramite intermediari e/o *asset*

managers, come fanno molti investitori istituzionali, ponendo limiti massimi per gli investimenti dei SWFs nelle società private, ed eventualmente vincolandoli ad azioni prive di diritto di voto in assenza di adeguati requisiti di trasparenza (Buiter, 2007).

Non è chiara, tuttavia, la percorribilità di queste proposte, soprattutto su base unilaterale e laddove non vengano estese anche a fondi di investimento privati dotati di analoga opacità¹⁶. La difficile praticabilità di soluzioni unilaterali, riporta alla dimensione multilaterale. La strada principale per affrontare il tema di una maggiore regolamentazione e trasparenza dei SWFs conduce, infatti, alla ricerca di codici di condotta condivisi dai loro governi e garantiti da istituzioni internazionali capaci di assicurarne una applicazione uniforme e oggettiva.

Le regolamentazioni dell'OCSE, per esempio, contengono principi e riferimenti utili a governare gli investimenti internazionali anche dei SWFs. Esse sono basate su trasparenza, mancanza di discriminazione e di liberalizzazione. Peraltro, i medesimi strumenti già riconoscono il diritto dei paesi destinatari di investimento a tutelare la loro sicurezza nazionale (OCSE, 2008).

Un codice di condotta internazionale, condiviso dai governi sotto l'egida del Fondo Monetario Internazionale, potrebbe determinare metodi di *governance* finalizzati ad assicurare che gli investimenti dei SWFs non siano guidati da obiettivi politici. Pur con le ovvie differenze, un esempio da seguire potrebbe essere quello delle regolamentazioni delle banche centrali, i cui statuti sono finalizzati a garantire la loro indipendenza dai governi.

¹⁵ Un esempio è costituito dal caso di Freddie Mac e Fannie Mae, il cui debito era apparentemente detenuto da operatori pubblici asiatici, secondo notizie di stampa.

¹⁶ È evidente che la praticabilità di proposte di questo genere basate solo sul requisito di trasparenza crescerebbe laddove venissero estese anche a *hedge funds* e *private equity funds* di natura non pubblica.

I primi accordi raggiunti in tal senso - che hanno dato luogo ai cosiddetti Principi di Santiago (che verranno commentati più estesamente nel capitolo successivo) – costituiscono un importante passo in avanti lungo la strada appena delineata. Codici di condotta internazionali stabiliti sotto l’egida delle istituzioni internazionali – e condivisi tra i paesi di origine dei SWFs e quelli destinatari dei loro investimenti – possono essere una giusta mediazione fra i diversi interessi in gioco e possono far sì che il crescente ruolo dei SWFs assicuri benefici ai mercati finanziari e all’economia internazionale.

Bibliografia

Buiter, W. (2007), Taming Sovereign Wealth Funds in Two Easy Steps, <http://maverecon.blogspot.com/2007/07/taming-sovereign-wealth-funds-in-two.html>

Das A., "SWF growth set to slow", Financial Times, 22 luglio 2008.

Deutsche Bank (2007), Sovereign Wealth Funds – state investment on the rise, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, Germany, ISSN Print: 1612-314X / ISSN Internet and e-mail: 1612-3158

Deutsche Bank (2008), Sovereign Wealth Funds and foreign investment policies – an update, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, Germany, ISSN Print: 1612-314X / ISSN Internet and e-mail: 1612-3158

Devlin, W and Brummit, B 'A few sovereigns more: the rise of sovereign wealth funds', *Economic Roundup*, Spring 2007, Commonwealth of Australia 2008

Fidora, M. e R. Beck (2008), The impact of sovereign wealth funds on global financial markets, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 91, July 2008.

Jen, S., "How big Could Sovereign Wealth Funds be by 2015?", Morgan Stanley Research Global, 3 maggio 2007.

Kern, S., "Sovereign wealth funds - state investment on the rise", Deutsche Bank Research, 10 settembre 2007.

Lyons G., "State Capitalism: the Rise of Sovereign Wealth Funds", Standard Chartered, ottobre 2007.

Moore, H.N., A Dossier on Lehman’s Prospective Bosses: Korea Development Bank, <http://blogs.wsj.com/deals/2008/09/03/a-dossier-on-lehmans-prospective-bosses-korea-development-bank/>, September 3, 2008, 5:15 pm

IMF (2004), Emerging Markets as net capital exporters, in IMF, Global Financial Stability Report September 2004, IMF Washington D.C.

IMF (2008), International Working Group of Sovereign Wealth Funds Reaches a Preliminary Agreement on Draft Set Generally Accepted Principles and Practices-"Santiago Principles", Press Release No. 08/04 - September 02, 2008, <http://www.iwg-swf.org/pr.htm>

International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda", 29 febbraio 2008.

International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, April 2008.

International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, October 2008.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices, Washington, October 11, 2008.

Isae (2007), Ruolo e Prospettive dei Fondi Sovrani, in Nota Mensile, Novembre - Dicembre 2007

Jen, S. (2007), How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, Morgan Stanley Research Global



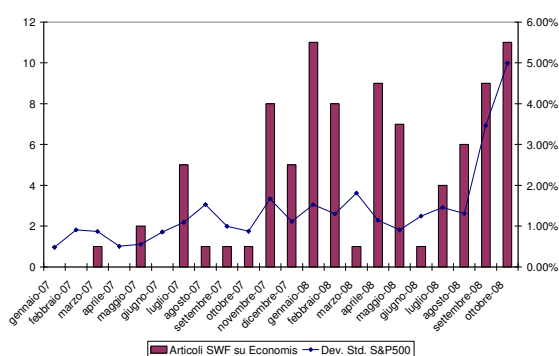
- Johnson, S. (2007), The Rise of Sovereign Wealth Funds, in Finance and Development, September 2007, Volume 44, Number 3
- Kimmitt, R. M. (2008), Public Footprints in Private Markets - Wealth Funds and the World Economy, in Foreign Affairs, January/February 2008
- Mattoo, A. e Subramanian, A. (2008), Currency undervaluation and sovereign wealth funds: A new role for the World Trade Organization, Peterson Institute for International Economics, Working paper Series, WP 08-2, January 2008.
- Monk, Ashby H. B. (2008), Recasting the sovereign wealth fund debate: Organisational legitimacy, institutional governance and geopolitics, mimeo, Centre for Employment, Work and Finance, Oxford University Centre for the Environment, May 2008.
- OCSE (2008), Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, OCSE – Investment Committee Report, 4 April 2008
- OCSE (2008b), Sovereign Wealth and Pension Fund Issues Financial Market Trends No.94, Volume 2008/1 - June 2008
- Randolph J., "Sovereign Wealth Fund Tracker", Global Insights, aprile 2008.
- Sester B. e R. Ziemba, "Understanding the New Financial Superpower - the Management of GCC Official Foreign Assets", RGE Monitor, dicembre 2007.
- Setser, B. W., Sovereign Wealth Funds and Sovereign Power – The Strategic Consequences of American Indebtedness, Council on Foreign Relations, Council Special Report No 37, September 2008.
- Setter, B. e R. Zimba (2007), Understanding the New Financial Superpower – The Management of GCC Official Foreign Assets, RGE Monitor
- Sovereign Wealth Fund, Institute (2008), Linaburg-Maduell Transparency Index, <http://www.swfinstitute.org/research.php>
- Summers, L. (2007), Sovereign funds shake the logic of capitalism, in Financial Times 30/07/2007
- The Economist (2008), Sovereign-wealth funds. Asset-backed insecurity, Jan 17th 2008, The Economist
- Truman, E. M. (2007), The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard, Paper Prepared for Conference on China's Exchange Rate Policy, Peterson Institute for International Economics, October 19, 2007
- Truman, E. M. (2008), The rise of sovereign wealth funds: Impact on US Foreign Policy and Economic Interests, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, May 21, 2008.

3. FONDI SOVRANI E PROCESSO DI INTEGRAZIONE FINANZIARIA INTERNAZIONALE: *STEPPING STONES* O *STUMBLING BLOCKS*? ♦

1. SWFs e crisi finanziaria

La profonda crisi che ha segnato gli ultimi mesi si è caratterizzata, tra le altre cose, per la consacrazione di una nuova, rilevante, categoria di attori sulla scena finanziaria internazionale: i fondi sovrani. Questi investitori, alcuni dei quali con una storia più che cinquantennale alle spalle, hanno soltanto di recente destato l'interesse della comunità accademica, della stampa e dei *policy makers*. Tale interesse è stato frequentemente accompagnato da una certa diffidenza motivata dalla loro mancanza di trasparenza, dal fatto che essi spesso originino da paesi non democratici, non allineati e talvolta non capitalisti e, infine, dal timore che dietro i loro investimenti si possano celare obiettivi di carattere non esclusivamente finanziario¹.

FIG. 1: Interesse verso i SWFs e volatilità dei mercati



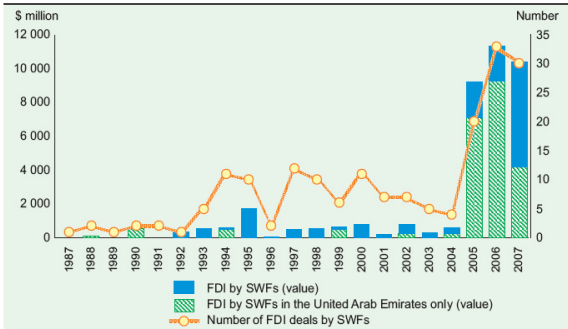
Fonte: Economist e Bloomberg

La tempesta finanziaria che ha colpito le economie sviluppate ha però messo temporaneamente in secondo piano tali preoccupazioni, peraltro lecite, e ha convinto molti che, sotto certi aspetti, i SWFs fossero comunque il male minore. È a questo proposito rilevante osservare come l'interesse verso i fondi sovrani sia fortemente correlato con la turbolenza dei mercati. In FIG. 1 si illustra la relazione tra l'interesse mostrato dalla stampa economica internazionale verso i SWFs e la volatilità del rendimento dell'indice S&P500 tra gennaio 2007 e ottobre 2008. L'interesse della stampa verso i SWFs è misurato, semplicemente, tramite il numero di articoli su The Economist (sito ed edizione cartacea) che citano i SWFs all'interno del testo. Negli ultimi 12 anni i SWFs sono stati citati da The Economist in 122 articoli, 91 dei quali da inizio 2007 ad oggi; la presenza dei SWFs è risultata significativa soprattutto quando il mercato è stato più volatile, ciò a indicare il desiderio e la paura connessi ad un loro intervento nella crisi finanziaria². La crescente attenzione ai SWFs non è, infine, interamente spiegabile con l'aumento della loro dimensione o dei loro Investimenti Diretti Esteri (IDE). Basta infatti osservare la FIG. 2 per verificare come l'attività di investimento dei SWFs fosse già a livelli estremamente rilevanti nel 2005.

² Tale relazione risulta avvalorata dai risultati di un modello Ordered Logit (ma risultati analoghi si ottengono con un Ordered Probit) la cui variabile dipendente sia il numero di articoli del Economist che citano nel testo i SWFs tra gennaio 2007 e ottobre 2008 e le covariate siano il rendimento (logaritmico medio giornaliero) dell'indice S&P500 nel periodo e la sua deviazione standard. La relazione risulta non significativa per il rendimento e altamente significativa per la deviazione standard, confermando quindi che è principalmente la volatilità ad attirare l'attenzione verso i SWFs.

♦ A cura di Fabio Bertoni, Politecnico di Milano.
¹ Di particolare interesse è il rapporto del CSR per il Congresso Americano di Martin (2008) a proposito del SWF cinese.

FIG. 2: FDI da parte dei SWFs dal 1987 al 2007



Fonte: UNCTAD (2008)

2. La ricapitalizzazione del sistema bancario

Uno dei principali motivi per cui i SWFs hanno guadagnato la ribalta delle cronache (nonché l’interesse, se non la gratitudine, dei paesi industrializzati) è probabilmente il loro coinvolgimento nella ricapitalizzazione delle grandi banche d’affari, prevalentemente negli Stati Uniti. Senza pretesa di dare un quadro esaustivo degli interventi dei SWFs nella ricapitalizzazione del sistema bancario statunitense (compito reso impraticabile dalla loro scarsa trasparenza, come si mostrerà a breve) se ne riportano in TAB. 1 i principali interventi. Sono inclusi nella TAB. 1 solo quegli interventi di ricapitalizzazione chiaramente ascrivibili a SWFs. Da un lato, infatti, alcune operazioni di ricapitalizzazione sono registrate come provenienti da non meglio specificati investitori stranieri (è il caso per esempio di 10 miliardi di dollari ottenuti da Citigroup da investitori non indicati precisamente). In secondo luogo in TAB. 1 non sono riportati gli investimenti effettuati dai SWFs sul mercato secondario (come quello effettuato dalla Libia su Unicredit o dal Qatar su Credit Suisse) dal momento che non comportano raccolta di capitale fresco. La ricapitalizzazione del sistema bancario statunitense da parte dei SWFs ha

rappresentato un deciso mutamento di strategia da parte di questi ultimi.

TAB. 1: Principali interventi di ricapitalizzazione del sistema bancario statunitense da parte di SWFs

Banca	Fondo	Data	Investimento	
			\$ mld.	%
Citigroup	Abu Dhabi	26/11/2007	7.5	4.9
	Singapore	15/01/2008	6.9	3.7
	Kuwait	15/01/2008	3.0	1.6
Merril Lynch	Singapore (Temasek)	24/12/2007	4.4	9.4
	Corea	15/01/2008	2.0	3
	Kuwait	15/01/2008	2.0	3
Morgan Stanley	Cina	19/12/2007	5.0	9.9
Barclays	Singapore (Temasek)	23/07/2007	2.0	1.8

Fonte: SWF Institute, SWF Monitor, UNCTAD, Reuters.

Tradizionalmente i SWFs si sono dimostrati restii ad acquisire direttamente quote rilevanti di imprese in paesi industrializzati, preferendo invece partecipare direttamente con quote molto più limitate (sfuggendo in questo modo anche agli obblighi di trasparenza), o affidarsi a gestori di Private Equity³. Questo cambiamento ha destato reazioni ambivalenti nei paesi sviluppati: da un lato la presenza dei SWFs è stata vista come una insperata “put” in mano agli investitori, dall’altro si ha la consapevolezza che il baricentro del sistema finanziario mondiale, una volta che sarà uscito dalla crisi, si sarà irrimediabilmente spostato altrove. Le reazioni a questo cambio di strategia dei paesi le cui ricchezze sono gestite dai SWFs sono invece di più difficile lettura, se non altro perché alcuni dei paesi in questione, usando un eufemismo, non incoraggiano il dissenso. È possibile però

³ Il capitale di ADIA (Emirati Arabi Uniti), il più grande tra i fondi sovrani, è affidato per circa il 70% a investitori professionali esterni.

immaginare che le perdite riscontrate dai fondi in queste operazioni, che facilmente ammontano a diversi miliardi di dollari⁴, abbiano suscitato diversi malumori in patria.

BOX: SWFs e operazioni su titoli finanziari durante la crisi

In particolare, fra la seconda metà del 2007 e la prima metà del 2008, taluni SWFs sono stati molto attivi nell'investire in titoli finanziari, nei quali hanno canalizzato oltre 92 miliardi di dollari statunitensi, approfittando sia della necessità di capitale di molte istituzioni finanziarie, sia del basso prezzo a cui sono stati offerti (o venivano trattati sui mercati) i titoli⁵.

Per esempio, nel 2007, Abu Dhabi Investment Authority's ha investito 7,5 miliardi di dollari in Citigroup; Temasek ha investito 1,4 miliardi di dollari in Standard Chartered (marzo) e 2 miliardi in Barclays (luglio); la GIC ha investito 14 miliardi di dollari in UBS (dicembre) e la China Investment Corporation 5 miliardi in Morgan Stanley (dicembre). Nel 2008, in seguito a un aumento di capitale disertato da molti azionisti di minoranza, il principale azionista di Barclays è divenuto la Qatar Investment Authority, mentre nell'estate 2008 Temasek aveva ottenuto l'autorizzazione per salire sino al 14% di Merrill Lynch e divenirne il primo azionista, prima che la banca venisse ceduta a Bank of America. Credit Suisse, infine, conta fra i suoi due primi azionisti QIA e Olayan Investment Corporation⁶.

3. Motivi di preoccupazione

La crescente importanza dei fondi sovrani sta amplificando i motivi di preoccupazione connessi al loro operato sia nei paesi di origine sia in quelli di destinazione. Il timore maggiore da parte dei paesi di origine è che il capitale non sia gestito in modo ottimale per imperizia o dolo. Tali timori rischiano di essere fondati e già esiste una certa evidenza, aneddotica, del fatto che talvolta gli investimenti dei SWFs siano stati effettuati in modo, quantomeno, imprudente. Un anonimo "veterano del Private Equity" intervistato da *The Economist* (18 settembre 2008) mentre da un lato elogia le capacità dei gestori di Temasek (Singapore) e ADIA (Emirati Arabi Uniti), dall'altro critica apertamente i gestori del fondo sovrano del Qatar che, nella pur breve vita del fondo (nato nel luglio 2005), si sono resi protagonisti di investimenti avventati e talvolta disastrosi (il tentativo di *takeover* su Sainsbury ha causato perdite stimate in circa 2 miliardi di Dollari USA). La difficoltà di reperire gestori di esperienza, che deriva in parte dalla rapidissima crescita dei SWFs, è comunque un fenomeno destinato a ridimensionarsi nei prossimi anni soprattutto considerando l'abbondante offerta di professionisti di elevatissimo profilo che si è riversata sul mercato del lavoro a seguito dei licenziamenti di massa connessi alla crisi finanziaria. Un problema più spinoso è invece quello dell'uso "fraudolento" delle risorse dei SWFs da parte di gestori o di uomini politici. Spesso i paesi che istituiscono un SWF non sono (ancora) dotati di un sistema legale in grado di proteggere gli azionisti (in questo caso i cittadini) dagli abusi dei manager e questo, se associato alla mancanza di trasparenza dei fondi, alla mancanza di *liabilities* di breve periodo (soprattutto per i SWFs non di carattere pensionistico) e alla rilevanza delle cifre in

⁴ Il solo SWF del Kuwait ha perso sulla propria partecipazione in Merrill Lynch una cifra compresa tra i 350 milioni dollari (stime del *managing director* del fondo) ai 1.5 miliardi di dollari (stime basate sui corsi delle azioni ordinarie).

⁵ Anche se il prezzo, in molti casi, ha continuato a scendere successivamente.

⁶ Il tema dell'intervento degli SWFs come risposta alla crisi del sub-prime verrà ripreso nel Cap.4.



gioco, rende il rischio di abusi piuttosto concreto. In diversi casi abusi e imperizia hanno causato il collasso di SWFs. Due esempi sono quello del fondo di stabilizzazione del Ecuador e del Petroleum Special Trust Fund nigeriano. I principali motivi di preoccupazione da parte dei paesi nei quali i SWFs investono riguardano, invece, la possibile presenza, accanto agli obiettivi di carattere puramente finanziario, di obiettivi politici. Sebbene non vi sia, al momento, alcuna evidenza di un uso politico da parte dei governi dei capitali dei SWFs, la preoccupazione è tutt'altro che infondata. È infatti utile ricordare l'uso politico che in diverse occasioni, in modo più o meno nascosto, il governo russo ha fatto delle forniture di gas all'Europa della sua controllata Gazprom; vale anche la pena ricordare l'evidente ed esplicito obiettivo politico degli aiuti finanziari offerti, sempre dalla Russia, all'Islanda a metà ottobre 2008. Oltre agli obiettivi squisitamente politici altre considerazioni di tipo non finanziario potrebbero influenzare gli investimenti di un SWF. Ad esempio, un SWF potrebbe mirare ad acquisire tecnologie in paesi sviluppati per accelerare il *catching up* tecnologico. Sebbene questo possa essere lecito (purché venga fatto nel rispetto dei diritti di proprietà intellettuale) e addirittura auspicabile per il benessere mondiale, è indubbio che i paesi sviluppati abbiano tutto l'interesse, quantomeno nel breve periodo, a conservare e mantenere il loro dominio tecnologico⁷. Una terza forma di preoccupazione

⁷ Tra gli elementi non finanziari che condizionano le scelte di investimento vi sono – in alcune occasioni – anche quelli etici. Ad esempio, il Fondo Sovrano norvegese ha istituito un Comitato Etico che ha il compito di vigilare sugli investimenti realizzati. A settembre 2008, il SWF norvegese ha disinvestito da Rio Tinto sulla base di motivi legati a preoccupazioni di carattere ambientale per le attività svolte in Indonesia. Il SWF norvegese, che possiede circa l'1% del mercato azionario europeo ed è il più grande

che nasce dai SWFs riguarda il loro impatto sulla stabilità dei mercati finanziari, di cui abbiamo già parlato nel CAP. 2. Da un lato, infatti, essi si sono dimostrati, in questa crisi finanziaria, investitori anticiclici e quindi probabilmente hanno contribuito a ridurre l'impatto (o almeno ad “ammorbidire l'atterraggio”). Dall'altro lato, però, in conseguenza della ormai ragguardevole dimensione raggiunta non è da escludere che possano aver contribuito a provocare conseguenze di rilievo sulla volatilità di tassi di interesse, di cambio e dei corsi azionari.

4. Trasparenza

Uno degli aspetti più sorprendenti dei fondi sovrani è che spesso essi si caratterizzano per una straordinaria opacità riguardo aspetti rilevanti della loro attività quali l'ammontare di risorse da essi gestite, la destinazione dei loro investimenti e gli obiettivi che essi si prefiggono. Truman (2007a, 2007b, 2008a, 2008b) ha proposto una serie di *best practice* per i fondi sovrani e ha sviluppato un insieme di indicatori che misurano il grado di aderenza ad esse dei fondi⁸. Gli indicatori di Truman sono

singolo investitore nel CAC40 francese, ha già in passato disinvestito per motivazioni etiche da 24 imprese, tra le quali Boeing e Lockheed Martin nel settore della difesa e WalMart nella grande distribuzione. In prospettiva questo potrebbe portare ad imporre una maggior attenzione verso le considerazioni ambientali ed etiche nelle imprese quotate. Un obiettivo senz'altro politico anche se condiviso dalla maggior parte dei commentatori. Per una discussione sul tema si veda Chesterman (2008).

⁸ Quello di Truman non è comunque l'unico tentativo di misurare in modo quantitativo la trasparenza dei SWFs. Un altro indice è per esempio il Linaburg-Maduell Transparency Index, pubblicato dal SWF institute, il quale sebbene abbia il vantaggio di essere aggiornato in modo più tempestivo, è assai meno completo nella rilevazione dei diversi aspetti delle *best practice* dei fondi.



basati esclusivamente su informazioni pubbliche e ufficiali (non è cioè considerato accettabile che informazioni tanto rilevanti siano rilasciate in modo episodico o informale) e sono distinti in quattro categorie: *struttura*, *governance*, *trasparenza* e *comportamento*. All'interno di ciascuna categoria si trovano un insieme di indicatori che catturano la presenza o meno di informazioni riguardo ai diversi aspetti dell'operato del fondo (es. gli obiettivi) e l'aderenza o meno a pratiche di buon comportamento (es. l'impegno a non assumere quote di controllo). In particolare, gli indicatori di *struttura* del fondo catturano la presenza di informazioni circa gli obiettivi che il fondo si prefigge, la sua strategia di investimento, il suo grado di indipendenza dal governo, la sua separazione dalle riserve valutarie e la presenza di procedure riguardo variazioni nella struttura stessa del fondo. Gli indicatori di *governance* riguardano la definizione del ruolo e del potere che il Governo da un lato e i manager del fondo dall'altro hanno nelle decisioni di investimento e la presenza o assenza di linee guida riguardanti l'etica e la responsabilità sociale. Gli indicatori di *trasparenza* riguardano la disponibilità e la completezza delle informazioni circa l'attività di investimento e l'allocazione di portafoglio (es. per settore, paese di destinazione e valuta), la frequenza dei report e la presenza di un *audit* (meglio se pubblico e svolto da un auditor indipendente). Gli indicatori di *comportamento* misurano, infine, la presenza di regole riguardanti le modalità di aggiustamento del portafoglio e l'uso dell'indebitamento, la presenza di limiti alla partecipazione azionaria (o, al limite, all'assunzione di quote di controllo) e la presenza di regole chiare riguardo l'uso di strumenti derivati. Truman applica questa procedura di *scoring* a 44 SWFs di cui 10 pensionistici e 34 non pensionistici. Si riportano

in TAB. 2 i punteggi (normalizzati su una scala da 0 a 100) ottenuti in ciascuna categoria dai 23 SWFs non pensionistici con *asset* superiori a \$ 10 miliardi censiti da Truman.

TAB. 2: Truman Scores per i SWFs con dimensione superiore a \$ 10 miliardi

Fondo	Struttura	Governance	Trasparenza	Comportamento	Totale	Dimensione a fine 2007 (miliardi \$)
Alaska	100	80	100	83	94	37
Norvegia	94	100	100	67	92	375
Alberta	94	60	79	50	74	17
Cile	94	60	82	17	70	15
Hong Kong	88	40	79	33	67	139
Kazakhstan	88	60	64	33	64	23
Corea	75	60	45	25	51	30
Russia	72	40	50	33	51	128
Kuwait	75	80	41	0	48	213
Temasek	50	50	61	0	45	110
GIC	63	40	39	17	41	265
Malesia	44	50	46	0	38	18
Cina	50	50	14	17	29	200
Algeria	56	40	11	17	27	47
Nigeria	50	30	14	17	26	17
Iran	50	20	18	0	23	10
Venezuela	38	0	27	0	20	21
Oman	50	0	18	0	20	13
Brunei	31	0	25	0	18	35
Mubadala	44	10	7	0	15	10
Istithmar	38	10	7	0	14	12
Quatar	34	0	2	0	9	60
ADIA	25	0	4	8	9	688
Media ⁹ :						
Semplice	67.8	40.6	44.0	24.5	47.7	73.9
Pesata per dimensione	58.0	41.6	40.1	22.2	41.3	-

Fonte: Adattato da Truman (2008b). I 6 fondi in corsivo sono quelli che non originano da risorse naturali.

I punteggi ottenuti dai SWFs risultano essere nel complesso piuttosto bassi. Meno della metà (il 47.7%) della *best practice* individuate da

⁹ Le medie riportate sono relative a tutto il campione dei 34 SWFs non pensionistici censiti da Truman (2008b).

Truman sono attualmente adottate dai fondi. Anche nella categoria nella quale essi risultano più trasparenti, cioè la *struttura*, il punteggio medio ottenuto è pari a 67.8. In altre parole poco più di due terzi delle informazioni relative agli obiettivi d'investimento, all'origine dei fondi gestiti e alla separazione tra il fondo e il budget dello Stato è disponibile tramite fonti pubbliche. Il risultato peggiore si ottiene invece nella categoria *comportamento* nel quale i SWFs non raggiungono neanche il 25% di copertura informativa. I risultati di Truman mostrano altresì che i SWFs sono un universo molto eterogeneo quanto a trasparenza. Alcuni di essi ottengono punteggi molto alti; è questo il caso del fondo norvegese, secondo SWF per grandezza, che ottiene complessivamente un punteggio pari a 92.

All'estremo opposto, alcuni fondi ottengono punteggi straordinariamente bassi; il caso più notevole è quello di ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), il più grande SWF del pianeta, che ottiene un punteggio pari a 9. Questo risultato non è, ovviamente, una sorpresa per chiunque si sia cimentato nel cercare informazioni, anche basilari, su ADIA¹⁰. Uno dei risultati più inquietanti che emergono dalla TAB. 2 è che tra punteggio totale ottenuto e dimensione del SWF, si ottiene una correlazione negativa¹¹: in altre parole i fondi di grande dimensione sono quelli che hanno la maggior probabilità di non adottare (o di adottare meno)

¹⁰ Il solo fatto che la dimensione stessa del più grande SWF sia sconosciuta e venga stimata all'interno di un *range* con una tolleranza di diverse centinaia di miliardi di dollari è piuttosto indicativo di quanto opachi possano essere i fondi sovrani.

¹¹ Sebbene il risultato non abbia una grande robustezza statistica (dato anche il limitato numero di osservazioni) è significativo il fatto che il coefficiente sia negativo sia utilizzando tecniche parametriche sia utilizzando tecniche non parametriche (es. Kendall e Spearman rank correlation)

la *best practice* individuata da Truman. Per lo stesso motivo le medie pesate per dimensione dei punteggi risultano nella maggior parte dei casi sostanzialmente inferiori alle medie semplici. Non si evidenziano invece correlazioni significative tra punteggio ottenuto e origine del fondo (da risorse naturali o meno) anche se tra breve vedremo che un'analisi più approfondita consente di mostrare alcune differenze a questo riguardo.

5. Grado e mix nell'adozione della *best practice*

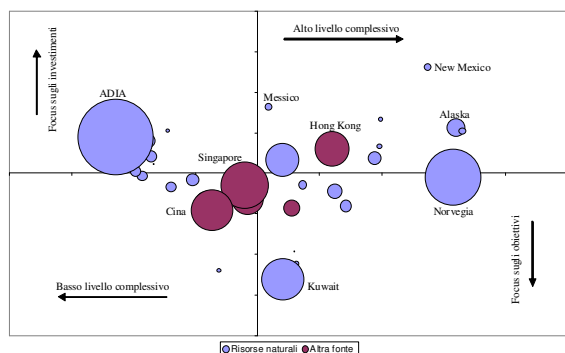
L'efficacia delle pratiche gestionali di un SWF non è probabilmente funzione unicamente del numero di *best practice* che il SWF adotta, quanto anche del loro *mix*. A questo proposito, applicando una *factor analysis* sui punteggi riportati da Truman è possibile distinguere due fattori di particolare interesse. Il primo (i cui *factor loadings* sono tutti positivi) misura il livello complessivo di adesione del SWF alla *best practice* identificate da Truman. Il secondo (i cui *factor loadings* sono negativi per *Struttura* e *Governance* e positivi per *Trasparenza* e *Comportamento*) può essere interpretato come la distorsione del fondo verso informazioni di tipo più "operativo" (cioè riguardanti le decisioni d'investimento prese) piuttosto che "strategico" (cioè riguardanti gli obiettivi e i processi d'investimento)¹².

In FIG. 3 si riportano il livello, il focus, la dimensione e la natura dei 34 SWFs non pensionistici in Truman (2008b). Sull'asse orizzontale si riporta il primo fattore (il livello complessivo di adozione della *best practice*)

¹² I due fattori individuati hanno su struttura, governance, trasparenza e comportamento rispettivamente i seguenti *loading*: Livello (0.8967, 0.7859, 0.8906, 0.7822), Mix (-0.0923, -0.1881, 0.0956, 0.1859).

mentre sull'asse verticale si riporta la distorsione del fondo a favore di informazioni più di carattere operativo (primo e quarto quadrante) oppure strategico (secondo e quarto quadrante)¹³. La dimensione delle bolle è proporzionale alla dimensione (stimata a fine 2007) del SWF; la scala di grigio rispecchia invece la natura del fondo (chiara per gli SWFs derivanti da risorse naturali, più scura per gli SWFs che traggono risorse da altre fonti).

FIG. 3: Livello e focus delle pratiche dei SWFs



Fonte: elaborazione tramite Factor Analysis dei punteggi in Truman (2008b).

La FIG. 3 mostra che i SWFs che non originano da risorse naturali tendono ad essere piuttosto concentrati al centro della figura mentre quelli che originano da risorse naturali tendono ad essere più dispersi verso la “periferia” del grafico. In altre parole sebbene, come mostrato in precedenza, il comportamento medio di un SWF sia indipendente dalla sua origine, i fondi

che derivano da risorse naturali mostrano una varietà molto maggiore nelle pratiche. La FIG. 3 porta anche a interrogarsi circa quale sia la direzione nella quale sarebbe desiderabile che i SWFs si muovessero. Mentre l'auspicio di un movimento “orizzontale” verso un aumento generale delle pratiche (cioè in FIG. 3 da sinistra verso destra) è ovvio, il movimento “verticale” richiede un'argomentazione più complessa. La posizione preferibile lungo l'asse verticale è infatti, con ogni probabilità, quella centrale. È solo sulla disponibilità congiunta di informazioni di tipo sia strategico che operativo che si costruisce la trasparenza di un SWF. Avere informazioni, anche precise, sull'attività di investimento in assenza però di chiarezza circa l'origine e la struttura del fondo rende difficile comprenderne le finalità e prevederne l'evoluzione. D'altro canto, le informazioni di tipo strategico risultano poco credibili se non sono accompagnate dall'osservabilità delle pratiche di investimento del fondo. Un esempio in questo senso è il fondo sovrano del Kuwait: sebbene il suo punteggio complessivo sia “medio”, esso origina da informazioni prevalentemente di tipo strategico (Struttura 75, Governance 80) mentre le informazioni di carattere più operativo sono molto più carenti (Trasparenza 41, Comportamento 0).

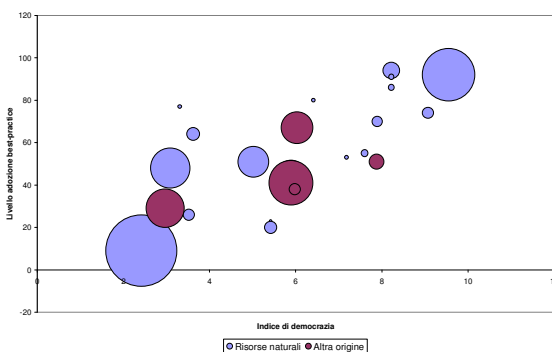
6. A chi giova la trasparenza?

La trasparenza e l'adozione di buone pratiche gestionali da parte di un SWF non sono desiderate soltanto dalle nazioni industrializzate nelle quali i fondi investono. Ancor più sensibili dei governi dei paesi occidentali, sono infatti i cittadini delle nazioni che costituiscono un SWF, la cui prosperità futura dovrebbe essere garantita dalla lungimiranza delle scelte d'investimento del fondo. Infatti, dal punto di vista dei paesi destinatari degli investimenti, occorre ricordare

¹³ In altre parole i fondi nel primo (quarto) quadrante sono quelli che hanno un livello complessivo di adozione delle *best practice* elevato (basso) ma riportano più informazioni di carattere operativo che strategico. Il secondo (terzo) quadrante è popolato da quei fondi che hanno un livello complessivo elevato (basso) e una distorsione a favore delle informazioni strategiche piuttosto che operative.

che i SWFs sono comunque soggetti a tutte le regole di trasparenza cui sono soggetti gli altri investitori. Queste regole costringono i SWFs che vogliono rimanere “schermati” dietro l’anonimato a non acquisire partecipazioni sopra le soglie di *disclosure* e a non partecipare a patti di sindacato in società quotate (quindi indirettamente rinunciando ad esercitare un’influenza sul controllo d’impresa). In altre parole quando i governi dei paesi occidentali richiedono ai SWFs maggiore trasparenza, la trasparenza di cui parlano è comunque una trasparenza aggiuntiva rispetto a quella cui già i SWFs si devono attenere in quanto investitori. Le norme specifiche (o aggiuntive) di trasparenza cui sono soggetti i fondi d’investimento mobiliari ed immobiliari hanno l’obiettivo di consentire agli *investitori* di avere informazioni accurate, tempestive e sufficientemente precise sul modo in cui il fondo sta operando. In questo senso quindi ci si potrebbe aspettare che fossero i cittadini per primi a pretendere ed imporre ai SWFs delle norme di trasparenza.

FIG. 4: Trasparenza e democrazia



Fonte: Truman (2008b), SWF Institute e Economist Intelligence Unit.

Non stupisce quindi quanto mostrato in FIG. 4: tra trasparenza (misurata con il punteggio percentuale totale sui 33 parametri di Truman) e grado di democrazia del paese (misurato tramite

l’indicatore sviluppato dalla Economist Intelligence Unit) si osserva una correlazione elevatissima. In altre parole, i SWFs risultano più trasparenti in quei paesi in cui i cittadini possono far sentire la loro voce mentre sono opachi laddove vige un regime di dittatura.

7. Oltre la trasparenza

Riassumendo, quindi, i SWFs sono caratterizzati da una grande varietà in termini di “bontà” della trasparenza e delle pratiche gestionali. Purtroppo i SWFs “peggiori” sono spesso proprio quelli più grandi che originano da paesi non democratici. Occorre però osservare che, anche se la trasparenza è senz’altro un fattore importante, essa non può certo essere sufficiente a dissolvere le preoccupazioni che circondano i SWFs. È sempre utile ricordare che Parmalat fu una delle prime società ad adottare il codice di autodisciplina per le società quotate e che, sulla carta, risultava una delle società con la migliore governance del listino (nonché, sempre sulla carta, una società sana e finanziariamente robusta). In altre parole, è lecito chiedersi se il codice di autodisciplina per i SWFs (i cosiddetti Principi di Santiago) possa essere da solo la risposta alle perplessità suscitate da tali investitori nelle economie industrializzate.

Risulta quindi importante definire altre tecniche, indirette, che consentano di individuare, almeno per via indiziaria, quali obiettivi un SWF stia perseguendo. A questo proposito la letteratura è ancora piuttosto deficitaria, ma alcuni tentativi sono già stati fatti. Un possibile modo di ottenere un’evidenza indiziaria in questo senso è di identificare, a priori, dei settori ritenuti “strategici” e verificare quale porzione del portafoglio di ciascun SWF sia destinata ad essi. I settori che possono essere definiti strategici sono: le telecomunicazioni, l’energia (produzione e distribuzione), i media, il settore

finanziario e, in generale, quei settori ad alta tecnologia la cui proprietà intellettuale potrebbe essere messa a repentaglio¹⁴. Si può in questo modo misurare il grado di “strategicità” delle scelte di investimento di un SWF: tanto più in un fondo sono sovra-pesati i settori “strategici” tanto più il suo comportamento sarà definito, in modo indiziario, “strategico”¹⁵.

BOX: Investimenti strategici e sovra-pesatura nel portafoglio degli SWFs.

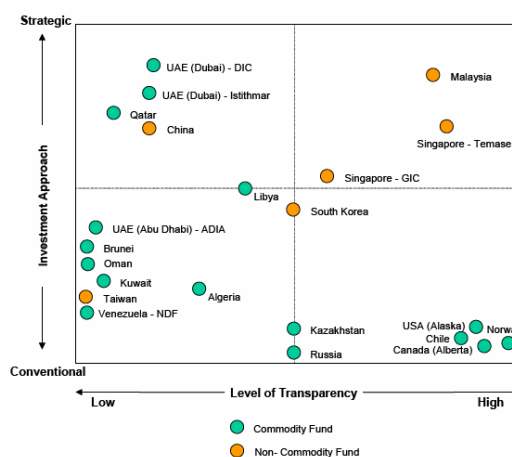
Per valutare la presunta strategicità dell’investimento viene richiesto di determinare (implicitamente) quale sia il peso “corretto” che i vari settori/paesi dovrebbero rappresentare nel portafoglio di un SWF. Per semplicità in letteratura vengono normalmente utilizzati pesi proporzionali alla capitalizzazione dei vari settori/paesi. In questo modo, in ultima istanza, si ignora ogni specificità dei SWFs. Ad esempio se consideriamo i SWFs derivanti da risorse naturali, un loro obiettivo sarà quello di diversificare l’esposizione al rischio di prezzo delle *commodity* cui è soggetto il paese. Questo comporterà, a seconda dalla correlazione dei rendimenti settoriali con la dinamica dei prezzi della *commodity*, una maggiore esposizione a certi settori e una minore esposizione in altri. È interessante osservare che tra i settori meno correlati alle variazioni del prezzo del petrolio si trovi quello finanziario e, quindi, non ci si dovrebbe stupire di trovarlo sovra-pesato nei portafogli dei SWFs dei paesi esportatori. Si vedano, a questo proposito, i lavori di Balding (2008) e Beck e Fidora (2008).

¹⁴ È interessante osservare che nei settori ad alta tecnologia il timore di *spillover* di conoscenza non riguarda soltanto i SWFs ma anche gli altri investitori “hands on” siano essi finanziari (come i fondi di Venture Capital e Private Equity) o industriali. Si veda, per una discussione del fenomeno in questi campi Ueda (2004).

¹⁵ Si osservi che, per quei fondi che sono caratterizzati da bassa trasparenza, la “strategicità” sarà soggetta ad un errore di misura significativo.

In FIG. 5 si mostrano i risultati di questo esercizio di mappatura svolto da Standard Chartered e Oxford Analytica e riportato da Lyons (2007).

FIG. 5: Trasparenza e strategie d’investimento



Fonte: Lyons (2007)

Si osservi che nel quarto quadrante (bassa trasparenza, investimenti strategici) si trovano i fondi di quei paesi che più hanno contribuito alla ricapitalizzazione del sistema bancario americano. Il secondo quadrante (alta trasparenza, investimenti non strategici) è invece popolato da quei SWFs che non hanno motivo di destare preoccupazioni né sulla carta né nel loro comportamento (Norvegia, Stati Uniti, Canada, Cile). I due quadranti più interessanti sono invece il primo ed il terzo. Nel primo quadrante rientrano quei fondi che hanno grande trasparenza ma che sembrano aver scelto di sovra-pesare sistematicamente i settori “strategici”. È proprio a proposito di questi fondi che nasce il sospetto della presenza di obiettivi non esclusivamente finanziari a guidarne le scelte. Il terzo quadrante comprende, infine, quei fondi poco trasparenti ma che, almeno per quanto è dato di sapere, si sono adeguati ad una strategia di investimento convenzionale e non



strategica. Questi fondi sono quelli che, tra tutti, potrebbero avere il minor costo di adozione della *best practice*. È però opportuno sottolineare che alcuni di questi SWFs sembrano destinati più ad un movimento “verso l’alto” che non “verso destra”. Ad esempio il SWF russo, che al momento investe quasi esclusivamente in titoli di Stato (prevalentemente americani) ha manifestato l’intenzione di spostarsi verso titoli che garantiscano maggior rendimento. Non sembra invece che il SWF russo abbia manifestato una uguale determinatezza nell’adozione di misure di trasparenza più stringenti.

8. I principi di Santiago

I SWFs sono perfettamente consapevoli che la loro scarsa trasparenza rischia di generare nei paesi in cui investono reazioni protezionistiche (si veda a tal proposito il prossimo capitolo), soprattutto una volta che la crisi finanziaria sarà alle spalle e il loro capitale non sarà più indispensabile. È quindi anche nel loro interesse cercare di migliorare la loro condizione sotto questo aspetto. Con questo obiettivo è nato il IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) cui partecipano rappresentanti dei SWFs di 23 paesi¹⁶. Il lavoro dell’IWG – che ha beneficiato degli spunti emersi da una *survey* sottoposta ai SWFs stessi, delle sollecitazioni dei governi di una dozzina di paesi industrializzati, delle osservazioni della Commissione Europea, dell’OCSE e della Banca Mondiale e del coordinamento del FMI – è

¹⁶ I paesi membri dell’IWG sono Australia, Azerbaïjan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Corea del Sud, Kuwait, Libia, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Timor-est, Trinidad & Tobago, Emirati Arabi Uniti e USA. Oman, Arabia, Saudita, Vietnam, OCSE e la World Bank hanno partecipato come osservatori.

sfociato lo scorso settembre nella promulgazione di 24 *Generally Accepted Principles and Practices for Sovereign Wealth Funds* (GAPP), anche definiti Principi di Santiago¹⁷.

BOX: IWG e Principi di Santiago

Il IWG è giunto, dopo una riunione a Santiago ai primi di Settembre del 2008, a pubblicare un documento contenente i *Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP), anche noti come Principi di Santiago¹⁸. Si tratta di un elenco di 24 principi che ricalcano piuttosto da vicino quelli misurati da Truman (che ha commentato in modo molto positivo il lavoro del IWG), soprattutto nelle sezioni Struttura e Governance. Essi impongono ai SWFs che vi vogliono aderire di essere trasparenti. I principi, ad esempio, non impongono a un SWF di perseguire obiettivi esclusivamente economico-finanziari ma si limitano a richiedere al fondo di esplicitare quali obiettivi esso persegua. È ovviamente presto per giudicare in che misura i GAPP, la cui adozione è su base totalmente volontaria, verranno recepiti dai SWFs e quanto essi riusciranno a ridurre il sospetto col quale l’occidente guarda a questi investitori. La buona volontà da parte dei SWFs sembra però esserci e già a metà ottobre ADIA ha annunciato di aver iniziato a potenziare la sua trasparenza per avvicinarsi ai GAPP.

Si tratta in altre parole di un accordo volontario su questioni di *governance* e *accountability*, oltre che su un codice di condotta per i SWFs. La positività di questo risultato è accentuata dal fatto che la China Investment Corporation si è

¹⁷ Per un approfondimento si rinvia al Box contenuto nel capitolo 1 dedicato a IWG e Principi di Santiago.

¹⁸ È interessante osservare che l’esigenza di una maggiore trasparenza non si limita ai SWFs ma riguarda anche altri operatori. Recentemente sono stati redatti codici di *best practice* anche per gli Hedge Funds (es. quelli del Large Group) e per i fondi di Private Equity (ad es. da parte del Walker Group).

dichiarata disponibile ad aderire ai GAPP, sebbene la Cina non facesse parte dell'IWG.

I membri dell'IWG hanno anche deciso di investigare l'opportunità di stabilire uno *Standing Group of Sovereign Wealth Funds* per approfondire il lavoro relativo ai GAPP e facilitare il dialogo fra SWFs, paesi destinatari di investimenti e Organismi Internazionali, al fine di garantire fiducia e reciproca comprensione fra gli operatori di mercato.

I principi di Santiago sono sicuramente un importante passo in avanti, se non altro perché dimostrano la volontà di raggiungere una soluzione condivisa tra i vari SWFs (che come si è visto hanno caratteristiche molto diverse) e tra i vari paesi in cui essi investono che, come si vedrà nel prossimo capitolo, hanno affrontato il problema in modi molto diversi.

Bibliografia

Balding, C. (2008), "A portfolio analysis of Sovereign Wealth Funds". Working Paper.

Beck, R. e M. Fidora (2008), "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", ECB occasional paper series 91/2008.

Chesterman (2008), "The turn to ethics: disinvestments from multinational corporations for human rights violations – the case of Norway's sovereign wealth fund".

IWG (2008), "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices (Santiago Principles)".

Lyons, G. (2007), "State Capitalism: The Rise of Sovereign wealth funds".

Martin, M. F. (2008), "China's Sovereign Wealth Fund", CSR Report for Congress.

Truman (2007a), "Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and

accountability". Policy briefs for International economics, Peterson Institute.

Truman (2007b), "Sovereign wealth fund acquisitions and other foreign government investments in the United States". Testimonianza al Senato Americano.

Truman (2008a), "The management of China's International reserves: China and Sovereign Wealth Funds Scoreboard". In *Debating China's Foreign Exchange Policy*; ed. Morris Goldstein e Nicholas Lardy. Washington.

Truman (2008b), "A blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices". Policy briefs for International economics, Peterson Institute.

UNCTAD (2008), "World Investment Report – Transnational Corporations, and the Infrastructure Challenge".

Ueda, M. (2004), "Banks versus Venture Capital: Project evaluation, screening, and expropriation", *The Journal of Finance* 59 (2): 601-621.

4. LE REAZIONI POLITICHE ALLO SVILUPPO DEI FONDI SOVRANI ♦

1. SWFs e Investimenti Diretti Esteri

La crescente importanza dei SWFs nel panorama internazionale, guadagnata, come mostrato nel capitolo precedente, anche grazie ad un massiccio intervento a supporto del sistema bancario americano, è stata accompagnata da reazioni politiche che hanno coperto tutte le sfumature tra la riconoscenza, sebbene preoccupata, tributata a dei lungimiranti investitori e la manifesta ostilità nei confronti di opportunisti speculatori. Tali reazioni non possono essere comprese appieno se non inquadrando i SWFs all'interno del più ampio tema degli investimenti internazionali verso le economie industrializzate che originano in vario modo dai paesi emergenti e in via di sviluppo. Questo fenomeno ha vissuto negli ultimi anni una crescita esponenziale, spinto in parte – come analizzato nel capitolo 1 – da fattori macroeconomici.

Bertoni et al. (2008) analizzano le operazioni di acquisizione da parte di multinazionali di paesi BRIC (Brasile, Russia, India e Cina) verso Stati Uniti, Europa Occidentale e Giappone¹. L'evoluzione nel tempo del fenomeno (mostrata in FIG. 1) è sorprendente: il numero di operazioni dal 2000 al 2007 è più che decuplicato e il fenomeno non sembra affatto avviarsi verso una saturazione². Soltanto negli

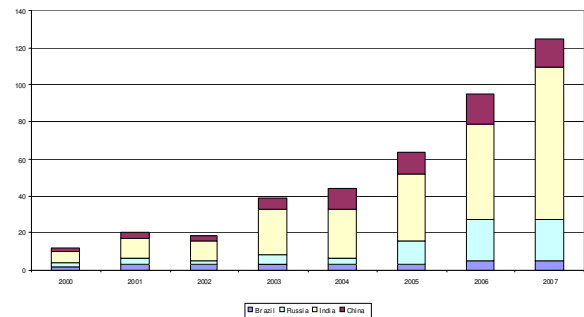
♦ A cura di Fabio Bertoni, Politecnico di Milano.

¹ Le operazioni considerate sono esclusivamente acquisizioni di quote di maggioranza. Sono cioè escluse le acquisizioni di quote di minoranza, gli investimenti *greenfield* e le *joint ventures*.

² È interessante osservare che una frazione sorprendentemente elevata delle imprese europee acquisite da multinazionali BRIC all'interno del campione di Bertoni et al. (2008) sono in realtà imprese in perdita. Questo sembra tracciare un inatteso parallelismo, ancora da approfondire, tra

Stati Uniti, spinti anche dal dollaro debole, sono stati effettuati nel 2007 Investimenti Diretti Esteri (IDE) per quasi 280 miliardi di Dollari, con un incremento del 67% rispetto all'anno precedente (Bureau of Economic Analysis)³. Queste operazioni hanno una notevole capacità di muovere l'opinione pubblica svegliando uno spirito patriottico che rischia di sfociare nel protezionismo se non, addirittura, nel razzismo. Basti ricordare la colorita reazione del CEO di Arcelor di fronte all'offerta di acquisizione ricevuta nel 2005 da Mittal, un concorrente "indiano"⁴.

FIG. 1: Acquisizioni da paesi BRIC a EU, US e Giappone



Fonte: adattato da Bertoni et al. (2008)

Un aspetto per il quale, oggettivamente, questi investimenti devono essere considerati con grande attenzione, è che spesso essi sono svolti da imprese controllate dallo Stato. È il caso, per

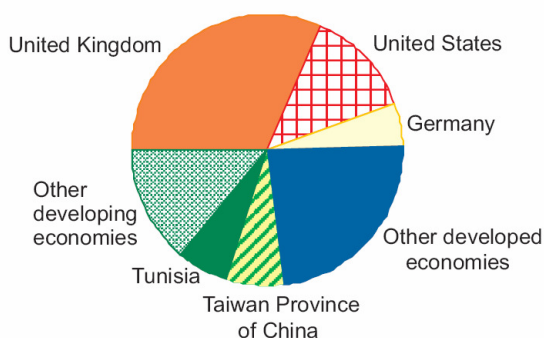
l'intervento "contro-ciclico" dei SWFs e le acquisizioni effettuate dalle cosiddette multinazionali emergenti.

³ Gli Investimenti Diretti Esteri, secondo la definizione dell'UNCTAD, comprendono le operazioni *greenfield*, le *joint ventures* e le acquisizioni di quote superiori al 10%.

⁴ Mittal in realtà non era, tecnicamente, un'impresa indiana avendo sede e quartier generale in Olanda e un CEO (Lakshmi Mittal) che, sebbene di origine indiana, è residente nel Regno Unito. In ogni caso fu proprio il governo indiano a reagire in via ufficiale alle dichiarazioni di Arcelor.

esempio, di Gazprom, principale fonte di IDE russi. Il governo russo possiede il 50,01% del capitale di Gazprom e l'impresa ha spesso, nel bene o nel male, operato in nome e per conto del governo stesso. Il fenomeno degli IDE che provengono da imprese a controllo statale e quello dei SWFs rappresentano per molti versi due facce della stessa medaglia⁵.

FIG. 2: Destinazione dei IDE da parte di SWFs nel 2007



Fonte: UNCTAD (2008)

È, a questo proposito, interessante l'intervento di Kalman Kalotai (UNCTAD) alla "Emerging Multinationals Conference" tenuta presso la Copenhagen Business School nell'ottobre 2008. Kalotai, in particolare, sottolinea come non siano le risorse finanziarie in sé a preoccupare le nazioni industrializzate (*pecunia non olet*), quanto il fatto che esse siano accompagnate da effetti sull'occupazione e sulla tecnologia difficili da prevedere e aprano la strada a

⁵ A conferma del fatto che il confine tra IDE da imprese statali e SWFs sia labile, basta ricordare che i primi investimenti del CIC (il SWF cinese), furono portati a termine prima che il fondo stesso fosse costituito ufficialmente grazie ad operazioni (prima per importanza quella da \$ 3 miliardi per il 10% di BlackStone) effettuate da una Holding di proprietà della People Bank of China (PBoC). Si veda Martin (2008) per una ricostruzione della dinamica dell'operazione.

inferenze politiche da parte di altri governi e rischi per la sicurezza nazionale. I timori che alla base degli investimenti risiedano dei tentativi di "accelerare" il *catching up* tecnologico di una nazione o dei motivi politici non sono, quindi, molto diversi a seconda che l'investitore sia un'impresa controllata dallo Stato o un SWF. È anzi vero che al momento solo lo 0,2% del capitale dei SWFs si traduce in IDE in senso stretto e che, del totale degli IDE mondiali, solo lo 0,6% è dovuto a SWFs⁶. È interessante però notare, come mostrato in FIG. 2, che la maggior parte degli IDE che originano da SWFs sia destinata a paesi industrializzati (in primo luogo Stati Uniti e Regno Unito).

Gli investimenti internazionali non sono affatto un fenomeno nuovo e quasi tutti i paesi prevedono, come mostrato in TAB. 1, leggi che regolino la loro ammissibilità. In particolare quasi tutti i paesi prevedono meccanismi di controllo verso quelle acquisizioni che minacciano la sicurezza nazionale, la salute o l'ordine pubblico⁷.

2. La posizione americana

La posizione americana verso i SWFs e, più in generale, gli IDE è molto più aperta nelle intenzioni che nella pratica. Anche se diversi Stati (in special modo California, New York e Texas) si sono dimostrati particolarmente proattivi nel tentativo di attrarre i capitali esteri, le iniziative federali in tal senso sono state poco efficaci, nonostante nel 2007 il governo federale abbia lanciato il programma "Invest in America" per attrarre le imprese straniere a investire negli Stati Uniti.

⁶ Il principale motivo è che i SWFs non effettuano investimenti *greenfield* e *joint venture* e restano nella maggior parte dei casi spesso sotto la soglia del 10% nelle acquisizioni.

⁷ Si veda, a questo proposito, anche UNCTAD (2006), pagg. 225-226.

TAB. 1: Principali leggi sui FDI

Paese	Legge riguardante il regolamento degli IDE	Revisione formale	Revisione per motivi di sicurezza nazionale	Agenzia che effettua la revisione	Motivi per effettuare revisione/restrizioni
Canada	Legge "Investment Canada", 1985	SI	NO	Industry Canada e Canadian Heritage	Assicurare beneficio netto al Canada
Cina	Regolamento di operazioni M&A su imprese domestiche da parte di investitori esteri, 2006	SI	SI	Ministero del Commercio	Sicurezza economica nazionale, protezione delle industrie critiche, acquisti di famosi marchi cinesi
Francia	Catalogo per la guida agli investimenti esteri Legge 2004-1343 Decreto 2005-1739	SI	SI	Ministero dell'Economia Finanza e Occupazione	Ordine pubblico, sicurezza pubblica e difesa nazionale
Germania	Emendamento dell'anno 2004 alla legge sul commercio e sui pagamenti esteri del 1961	SI	SI	Ministero Federale dell'Economia e della Tecnologia	Interessi essenziali per la sicurezza, turbative alla pacifica coesistenza internazionale alle relazioni estere
India	Legge sulla gestione degli scambi con l'estero del 1999	SI	SI	Foreign Investment Promotion Board	Sicurezza nazionale, preoccupazioni di carattere culturale ed economico
Giappone	Emendamento dell'anno 1991 alla legge sul commercio e sui pagamenti esteri del 1949	SI	SI	Ministero delle Finanze	Sicurezza nazionale, ordine pubblico e sicurezza pubblica
Olanda	Legge sulla supervisione finanziaria, 2006	NO	NO	N.D.	Concorrenza, supervisione dei mercati finanziari
Russia	Legge federale sugli investimenti esteri, 1999	SI	SI	Servizio Federale Anti-Monopolio	Protezione delle fondamenta dell'ordine costituzionale, sicurezza nazionale, antimonopolio
Emirati Arabi Uniti	Legge sulle agenzie, 1981 Legge sulle imprese, 1984	NO	NO	N.D.	Preoccupazione di carattere economico e demografico
Regno Unito	Legge sulle imprese, 2002	SI	SI	Office of Fair Trading	Interesse pubblico, controllo delle tecnologie sensibili
USA	Emendamento Exon-Florio alla legge sulla produzione di materiale per la sicurezza nazionale del 1950	SI	SI	Committee on Foreign Investment in the United States	Sicurezza nazionale

Fonte: GAO.

I principali ostacoli trovati dai IDE negli Stati Uniti sono legati alla sicurezza nazionale, alle leggi anti-corrruzione e al crescente patriottismo-protezionismo. Gli Stati Uniti, nell'ultimo decennio, hanno aumentato significativamente la loro attenzione alla sicurezza nazionale e questo ha comportato pregiudizi diretti ed indiretti agli

IDE. In termini diretti, la "Exon-Florio provision" dà al Presidente il diritto di bloccare ogni acquisizione che possa minacciare la sicurezza nazionale (senza peraltro definire cosa si intenda per "sicurezza nazionale") e istituisce il *Committee for Foreign Investments in the United States* (CFIUS, che ha l'obbligo di



indagare su ogni operazione prima, durante o dopo la sua esecuzione). Dei diversi tentativi di acquisizione che sono stati bloccati dal CFIUS sulle basi proprio della sicurezza nazionale due sono di particolare interesse. Il primo si riferisce all'offerta, nel 2005, da parte di China National Offshore Oil Company (CNOOC) di acquisizione di Unocal (ai tempi la nona impresa petrolifera statunitense). A causa della forte opposizione politica (motivata dai rischi per la sicurezza nazionale, per la competizione e per la proprietà intellettuale) l'offerta fu ritirata e Unocal fu invece acquisita da Chevron. Il secondo caso è l'acquisizione da parte di Dubai Port World (DPW) di P&O nel 2006. A seguito dell'acquisizione, DPW, un'impresa "araba", si trovò a possedere sei porti statunitensi; questo causò grandi preoccupazioni circa la maggior difficoltà di controllare l'accesso al paese, e DPW fu costretta a vendere i porti in questione ad una impresa statunitense. Anche in termini indiretti, l'*escalation* nell'attenzione alla sicurezza nazionale ha generato grandi difficoltà per le imprese straniere (soprattutto per quelle dei paesi non industrializzati) ad aprire sedi negli Stati Uniti, anche solo per l'enorme complessità delle procedure di ottenimento dei visti di accesso al paese. Un ulteriore motivo di impedimento che gli investitori esteri, soprattutto i SWFs, rischiano di trovare investendo negli Stati Uniti è legato alle leggi anti-corruzione. In particolare il *Foreign Corruption Practices Act* (FPCA) impone degli standard legali molto più alti di quelli ai quali gli investitori sono abituati in patria: certe pratiche (soprattutto nel settore finanziario) di *soft-dollar* o di *quid pro quo* perfettamente lecite quando si investe in un mercato emergente risultano infatti passibili di condanna negli Stati Uniti. Alla sicurezza nazionale e alle leggi anti-corruzione si aggiunge però un altro motivo per cui gli IDE

negli Stati Uniti risultano talvolta ostacolati. Un caso interessante è quello di un'offerta da parte di InBev, un'impresa belga che detiene tra gli altri i marchi di Beck's and Stella Artois, per acquisire Anheuser-Busch, un'impresa americana operante nello stesso settore e detentrica, ad esempio, del marchio Budweiser. L'offerta (46 miliardi di dollari in contanti) è stata fortemente osteggiata dal governatore del Missouri (dove Anheuser-Busch ha i propri impianti): da un lato si temono effetti negativi sull'occupazione, dall'altro non si vuole che questo simbolo americano venga venduto⁸. Il fatto che l'offerta sia arrivata durante la campagna presidenziale americana non ha certo aiutato a smorzare i toni della polemica. Al di là dei singoli casi, la preoccupazione è che negli Stati Uniti prenda piede una progressiva deriva protezionistica⁹.

3. La posizione dell'Europa continentale

La posizione dell'Europa è, in qualche modo, speculare rispetto a quella americana. Da un lato, infatti, i governi europei hanno spesso mostrato preoccupazione per gli investimenti dei SWFs. Dall'altro, però, tale preoccupazione si è raramente tradotta in un'iniziativa politica a livello europeo¹⁰. Ogni governo sembra

⁸ Il movimento contrario alla vendita di Anheuser-Busch ha anche al suo attivo un sito web: <http://saveAB.com>. È interessante riportare un passaggio di un appello (firmato "Concerned Americans") presente sulla prima pagina del sito: "With your help we can fight the foreign invasion of A-B. We will fight to protect this American treasure. We will take to the Internet, to the streets, to the marble halls of our capitals, whatever it takes to stop the invasion."

⁹ Si veda, tra gli altri, l'interessante intervento di David Marchick di Carlyle Group (che vanta tra i suoi azionisti Mubadala) al Senato americano nell'aprile 2008.

¹⁰ La mancanza di una politica condivisa nell'affrontare la questione si scontra con un chiaro

manifestare diversi atteggiamenti. In Germania si discute l'introduzione di un tetto al 25% al possesso azionario degli investitori stranieri e, in particolare, dei SWFs¹¹. In Italia si è discusso di introdurre un limite al 5% come soglia “normale” massima di partecipazione di un SWF nell'azionariato di un'impresa. Tale intento, annunciato e poi smentito, sembra non essere destinato, quantomeno nel breve periodo, a tradursi in legge¹². La Francia, infine, ha adottato una strategia diversa e, per difendere i campioni nazionali, ha deciso di dotarsi di un proprio “fondo sovrano” che li supporti. Al di là delle considerazioni di opportunità di una politica interventista di questo tipo, sembra che la definizione stessa dell'entità che si andrà a creare come “fondo sovrano” sia fuorviante. Il fondo, che verrà gestito dalla *Caisse des Depots et Consignations* (CDC) e raccoglierà capitali sui mercati finanziari, si profila infatti molto più simile ad un fondo di Private Equity a partecipazione pubblica che non ad un SWF¹³.

invito della commissione (espresso in un documento intitolato “A common European approach to Sovereign Wealth Funds”) ai governi di sviluppare un orientamento comune.

¹¹ È probabile che l'atteggiamento velatamente “ostile” verso i SWFs abbia contribuito, nonostante il governo tedesco abbia assicurato neutralità, alla rinuncia, a favore di Commerzbank, della Chinese Development Bank ad acquisire Dresdner Bank.

¹² Peraltro i SWFs sono presenti nell'azionariato di diverse importanti società quotate quali Unicredit (circa il 4,9%, SWF libico) e Mediaset (2.04%, ADIA – Emirati Arabi Uniti) e in Sintonia, la *holding* della famiglia Benetton (14%, GIC – Singapore).

¹³ Per quanto se ne sa, il fondo francese, infatti non investirà fuori dai confini nazionali e, quindi, non rientrerà in alcun modo in alcuna definizione di SWF normalmente accettata. Basterà ricordare che l'IWG (*International Working Group on Sovereign Wealth Funds*) esclude esplicitamente dal novero dei SWFs quei fondi che investano esclusivamente in attività nazionali [cfr. IWG, Santiago Principles (Oct. 2008), pag. 27].

4. La posizione britannica

Il Regno Unito, anche sotto questo aspetto, costituisce un caso a sé stante. Il governo britannico sembra infatti, tra quelli europei, quello più disposto ad accettare gli IDE e, in particolare, i SWFs. Infatti, l'Inghilterra ha ufficialmente dichiarato di essere ben disposta a salutare gli investimenti dei SWFs purché essi rispettino le regole. La differenza di impostazione rispetto agli altri paesi europei è sottile ma rilevante. Il Regno Unito, infatti, non sembra voler modificare le “regole del gioco” a seguito dell'arrivo dei SWFs, ma si limita a ribadire la validità di quelle esistenti. La (in)stabilità delle “regole del gioco” è proprio una delle maggiori preoccupazioni dei SWFs, nonché, come si vedrà a breve, una delle raccomandazioni del OCSE. Una possibile spiegazione della minor ostilità che il governo britannico sembra avere nei confronti dei SWF potrebbe derivare, oltre che da un'attitudine più liberista rispetto ai paesi dell'Europa continentale, anche dall'*effetto Wimbledon*¹⁴ che il Regno Unito ha già sperimentato in anni passati in settori rilevanti come quello della finanza.

5. Lezioni dal passato

Le reazioni che si osservano oggi da parte dei governi occidentali sono, in qualche modo, reazioni “a caldo” influenzate dalla crisi del sistema finanziario. La crisi spinge, da un lato, i governi a una maggior prudenza ma, dall'altro, li oppone ad un bisogno di capitali senza precedenti: quale di queste due spinte

¹⁴ Per *effetto Wimbledon* (Lyons, 2007) si intende la strategia di una nazione di puntare sulla propria centralità come “torneo” anche quando i “giocatori” più importanti sono stranieri. Nel campo della finanza, in particolare, la piazza di Londra gioca un ruolo chiave anche se le più importanti banche d'affari che vi operano sono, in realtà, statunitensi.

contrastanti avrà la meglio è al momento difficile da prevedersi. Può essere però utile osservare cosa è successo nel passato quando i SWFs sono entrati nel capitale di imprese in periodi di crisi. La lezione che se ne trae è che la posizione verso i SWFs, anche quando essi sono ben accetti al momento dell'investimento iniziale, possa deteriorarsi nel tempo a causa di mutamenti politici o sociali. Il caso più interessante, in questo senso, è quello di Temasek e degli investimenti che essa fece in Indonesia e Thailandia in corrispondenza della crisi dei mercati finanziari alla fine degli anni '90¹⁵. Attraverso una serie di investimenti tra il 2001 e il 2007 Temasek arrivò a possedere, attraverso Singapore Telecommunication (controllata da Temasek al 54%), il 35% di Telkomsel e, attraverso Singapore Technologies Telemedia (una *holding* di partecipazioni *high-tech* di Temasek) e Asia Mobile Holdings (controllata al 75% da Singapore Technologies Telemedia), il 41% di Indosat. L'Indonesia, che era allora in piena crisi economica, si è risolledata ed è oggi uno dei mercati più interessanti per la telefonia mobile (2 milioni di nuovi abbonamenti al mese nel 2007 e un tasso di penetrazione ancora lontano dalla saturazione) e, a fine 2007, i due operatori partecipati da Temasek controllavano circa l'80% del mercato¹⁶. L'ente antitrust indonesiano (il KPPU), con una decisione molto controversa, ha condannato nel novembre 2007 Temasek per comportamento anticompetitivo¹⁷. La sentenza

¹⁵ Per un approfondimento delle principali vicende che hanno caratterizzato l'operato di Temasek si rimanda al CAP. 5.

¹⁶ Telkomsel era il primo operatore di telefonia mobile in Indonesia (con una quota di mercato pari a circa il 56%) e Indosat il secondo (con una quota pari a circa il 27%).

¹⁷ L'articolo 27 del codice antitrust indonesiano proibisce infatti l'esercizio del controllo su due imprese operanti nello stesso settore qualora esse

conclude un processo non certo esemplare dal punto di vista della correttezza procedurale (ad esempio un membro della corte incaricata del caso che ne chiedeva l'archiviazione è stato destituito dal governo) e non è esente da critiche anche nel merito¹⁸. I problemi di Temasek in Thailandia riguardano invece l'acquisto nel gennaio 2006 di Shin Corporation, una società di telecomunicazioni Thailandese. La società fu venduta immediatamente dopo che il governo Thailandese modificò (rendendola meno stringente) la legge che limitava la proprietà straniera sulle telecomunicazioni. Il fatto che Shin Corporation fosse, però, di proprietà dell'allora primo ministro Thailandese Thaksin Shinawatra (non nuovo, tra l'altro, ad accuse di conflitto d'interessi) destò un grande clamore. La transazione, poi, fu portata a termine tramite una struttura di passaggi di quote tra *holding* talmente complessa da far sorgere il sospetto che l'obiettivo finale fosse l'elusione fiscale e la scarsa trasparenza. L'operazione causò una notevole perdita di consensi per il primo ministro e ne accelerò la caduta: Thaksin Shinawatra fu pochi mesi dopo deposto da un golpe militare e, a metà ottobre 2008, il governo thailandese ha emesso nei suoi confronti un

abbiano congiuntamente una quota superiore al 50% del mercato stesso e siano provati da parte delle due comportamenti collusivi.

¹⁸ La linea di difesa di Temasek si basa, in sintesi, su tre argomenti. In primo luogo, Temasek sostiene che le partecipazioni non sono detenute direttamente ma indirettamente e che è scorretto pensare ad essa come ad un gruppo di imprese sul quale viene esercitato un controllo unitario. In secondo luogo, non sembra esserci evidenza di comportamenti anticompetitivi nel mercato da parte dei due operatori. E, infine, forse in modo più convincente, Temasek sottolinea che le partecipazioni (indirette) non sono comunque di controllo e che il governo indonesiano stesso possiede direttamente il 65% di Telkomsel e il 14% di Indosat, oltre ad avere una *golden share* e poteri speciali di veto.



mandato di cattura per frode fiscale¹⁹. La posizione di Temasek, nel frattempo, è divenuta sempre più delicata e il SWF ha annunciato di voler ridurre la propria partecipazione in Shin Corp.

6. SWFs e rischio politico

Una delle principali fonti di preoccupazione per i SWFs è, ora, proprio l'apertura dei paesi ai loro investimenti e la stabilità delle regole cui sono sottoposti. C'è una certa evidenza che i IDE stiano allontanandosi da quei paesi nei quali trovano minore "ospitalità". L'Institute of International Finance, usando stime delle Nazioni Unite, mostra come ci sia stato, negli IDE da parte degli Stati mediorientali, un chiaro allontanamento dagli Stati Uniti dopo il 2002, presumibilmente a causa del rafforzamento delle misure di sicurezza nazionale. In questo senso è chiara la posizione del OCSE: la sicurezza nazionale è una preoccupazione legittima ma non deve diventare il pretesto di politiche protezionistiche. In questo senso, l'OCSE ribadisce cinque principi delle politiche sugli investimenti che i membri si devono impegnare a rispettare²⁰:

- Non discriminazione: gli investitori stranieri non devono essere discriminati rispetto a quelli nazionali;
- Trasparenza: l'informazione sui vincoli e sulle restrizioni agli investimenti stranieri devono essere chiare e facilmente accessibili;

- Graduale liberalizzazione: le restrizioni sulla mobilità dei capitali devono essere gradualmente eliminate;
- Stabilità: non devono essere introdotte nuove restrizioni;
- Unilateralità: la mancanza di reciprocità non è un motivo valido per imporre restrizioni verso certi paesi.

Se le nazioni industrializzate avranno la capacità di agire nel rispetto delle raccomandazioni del OCSE e i SWFs manterranno le promesse contenute nei principi di Santiago, questo non potrà che giovare all'equilibrio finanziario globale. Se, viceversa, i paesi industrializzati erigeranno barriere protezionistiche, i capitali dei SWFs fluiranno, semplicemente, altrove²¹.

Bibliografia

Badian, L. e G. Harrington (2008), "The Politics of Sovereign Wealth", *International Economy*.

Bertoni, F., S. Elia e L. Rabbiosi (2008), "Drivers of acquisitions from BRIC to advanced countries: firm-level evidence", Working Paper.

European Commission (2008), "A common European Approach to Sovereign Wealth Funds"

IWG (2008), "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices (Santiago Principles)".

Kragelund, P. (2008), "Knocking on a wide open door: Chinese investments in Africa", Working Paper.

Lyons, G. (2007), "State Capitalism: The Rise of Sovereign wealth funds".

¹⁹ Il patrimonio di Thaksin Shinawatra e della sua famiglia è stato requisito dal nuovo governo in via precauzionale e il primo ministro, nell'attesa che una corte internazionale sblocchi la situazione, ha chiesto asilo politico nel Regno Unito.

²⁰ Si vedano in particolare i documenti OCSE del 4 aprile e del 11 ottobre 2008 riportati in bibliografia.

²¹ A questo proposito è interessante osservare che i paesi in via di sviluppo e le loro multinazionali stanno già esplorando questa strada: sono infatti in continua ascesa i cosiddetti investimenti "Sud-Sud". Si veda, per l'interessante caso degli investimenti Cinesi in Africa, il lavoro di Kragelund (2008).

Marchick, D. (2008), Testimony before the United States Senate – Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs.

Martin, M. F. (2008), “China’s Sovereign Wealth Fund”, CSR Report for Congress.

OCSE (2008), “Sovereign Wealth Funds and recipient Country Policies”; 4 aprile 2008.

OCSE (2008), “Sovereign Wealth Funds and recipient Countries – Working Together to maintain and expand freedom of investment”; 11 ottobre 2008.

UNCTAD (2006), “World Investment Report – IDE from Developing and Transition Economies: Implications for Development”.

UNCTAD (2008), “World Investment Report – Transnational Corporations, and the Infrastructure Challenge”.

5. TEMASEK: FONDO SOVRANO O REINCARNAZIONE DELL'IRI NELLO STRETTO DI MALACCA? ♦

Tra i paesi con fondi sovrani è di grande interesse il caso di Singapore, una città-stato a lungo sotto dominio inglese, poi nodo fondamentale durante la Seconda Guerra Mondiale, prima di conquistare l'indipendenza in seno ad una Federazione con la Malesia che rischiò di collassare in un drammatico conflitto etnico negli anni Sessanta. Dalla guerra civile si salvò sotto l'impulso di un leader visionario, Lee Kuan Yew, e grazie all'azione del People's Action Party (PAP), partito multietnico che è stato da allora un partito unico a tutti gli effetti. Nei quaranta anni successivi questo paese è passato dal sottosviluppo alla prosperità, sfruttando le opportunità aperte dalla globalizzazione ma mantenendo nel frattempo un approccio eterodosso alla politica economica. Malgrado sia spesso citato come esempio di sistema che ha seguito politiche economiche ortodosse e attente innanzitutto alle esigenze delle imprese, Singapore non è mai caduta nelle trappole del *laissez faire* sfrenato ma, al contrario, ha lasciato che il governo (e più in generale il settore pubblico) continuasse ad esercitare un ruolo forte d'indirizzo.

Al centro di questo sistema si trovano le imprese a partecipazione statale, le *government-linked companies* (GLCs¹) come sono conosciute nel

♦ A cura di Andrea Goldstein, OCSE (Parigi). Alcuni dei dati e argomenti utilizzati sono ripresi da articoli pubblicati con Pier Carlo Padoan, Pavidan Pananond e Paola Subacchi. Nessuna di loro è responsabile ovviamente del contenuto di questo contributo, che tantomeno riflette le posizioni dell'OCSE.

¹ Secondo la definizione del Department of Statistics di Singapore, le GLCs sono le società in cui Temasek o altri *statutory boards* detengono il 20% o più delle azioni con diritto di voto. Alcune GLCs sono controllate da MND Holdings (anch'essa sotto il

gergo locale, molte delle quali gestite sotto la tutela di Temasek Holdings (d'ora in poi, Temasek). Questa entità, vero e proprio nodo all'intersezione di quella costellazione d'interessi politici, burocratici e imprenditoriale che vale alla città-stato il soprannome di *Singapore Inc.*, è comunemente – per non dire sempre – classificata come un fondo sovrano, insieme al suo omologo Government of Singapore Investment Corporation (GIC). Mentre però il GIC, fin dalla sua creazione nel 1981, gestisce le riserve valutarie di Singapore investendole in strumenti di lungo periodo ad alto rendimento, senza però in alcun modo intervenire nelle decisioni strategiche delle imprese partecipate, Temasek è un investitore attivo, che acquista partecipazioni di controllo ed è mosso da chiari interessi strategici. Nel 2008 un suo portavoce ha del resto affermato che la società non è un SWF dato che “deve vendere cespiti per raccogliere liquidità per nuovi investimenti e non ha bisogno dell'approvazione del governo”.² Tra l'altro, proprio grazie a queste caratteristiche Temasek ha ottenuto di essere esclusa dal recente accordo concluso da Singapore e Stati Uniti e che esige maggiore *disclosure* e trasparenza nelle transazioni che coinvolgono i fondi.

Questa nota di cautela non sottrae nessuna rilevanza al caso di Temasek, che invece rappresenta un esempio non solo significativo ma anche estremamente influente (il governo cinese l'ha ripetutamente indicato come un modello) di *holding* pubblica che sostiene lo sviluppo economico di uno stato sovrano, ancorché particolare quale la città-stato di Singapore. Proprio per questo, le preoccupazioni espresse riguardo la politicizzazione dell'universo degli investimenti internazionali a seguito

Ministero delle Finanze) e da Sheng-Li Holding (sotto il Ministero della Difesa).

² “Temasek says it is not a sovereign wealth fund,” *The Straits Time*, 22 Marzo 2008.

dell'emergere dei fondi sovrani si applicano a maggior ragione a Temasek.

1. Le origini

Il visitatore che atterra all'aeroporto di Changi, uno dei più moderni del mondo, su un aereo della Singapore Airlines, *launch customer* dell'Airbus 380, trova difficile immaginare che negli anni '60 Singapore fosse un paese del Terzo Mondo come tanti altri, con un PIL *pro capite* di meno di 320 dollari USA. Proprio per questo le autorità crearono nel 1961 l'Economic Development Board (EDB), con il compito di convincere gli investitori esteri a stabilirsi a Singapore, e più precisamente nella Jurong Industrial Estate. Il processo d'industrializzazione cominciò dai settori tradizionali (tessile ed abbigliamento, giocattoli e parrucche), ma fin dall'inizio non si rinunciò all'obiettivo di attrarre anche progetti a maggiore intensità di capitale e tecnologia, come Shell Eastern Petroleum e National Iron and Steel Mills. Questa prima fase dipendeva però fortemente dalla disponibilità di manodopera a buon mercato e materie prime provenienti dalla Malesia. Quando Singapore venne espulsa dalla Malesia nel 1965, fu necessario rifocalizzare l'intervento pubblico su nuovi settori. L'EDB ebbe bisogno di nuove risorse e trasferì quindi al Ministero delle Finanze le quote di minoranza che aveva accumulato in varie *joint ventures* per ridurre la porzione di rischio sulle spalle degli investitori internazionali. Per esempio, i cantieri Jurong, nucleo originale di quella che sarebbe diventata SembCorp Marine, nacquero come una *joint venture* con la giapponese Ishikawajima-Harima Heavy Industry. Sempre in questa fase di trasformazione accelerata, il governo creò anche nuove imprese come Keppel, sorta dalla riorganizzazione del Singapore Harbour Board e dei cantieri Sembawang che aveva ereditato insieme alla base navale britannica, e Singapore

Airlines (che precedentemente era parte della Malayan Airways).

Sotto l'impulso di Goh Keng Swee, allora vice Primo Ministro, Temasek fu creata nel giugno 1974 come una *holding* pubblica di diritto privato per gestire una trentina di partecipazioni dal valore di 350 milioni di dollari di Singapore (in seguito S\$).³ Il Ministero delle Finanze ha provveduto periodicamente a iniettare risorse addizionali sotto forma di attivi fissi e liquidi, per un importo complessivo di poco meno di 30 miliardi di S\$ (di cui dieci nel 2007-08). Sottoposta al Singapore Companies Act, e successivamente designata come una *Fifth Schedule Company* in occasione della revisione costituzionale del 1991,⁴ Temasek opera secondo principi commerciali come una *investment house* autonoma e distribuisce regolarmente dividendi al Ministero delle Finanze, suo unico azionista. Il Presidente di Singapore esercita il diritto di veto sulla nomina o sostituzione degli amministratori e del CEO. Ma né lui né il governo sono direttamente coinvolti nella gestione.

2. Ruolo e contributo allo sviluppo economico di Singapore

Temasek non è tenuta a pubblicare i propri bilanci.⁵ A novembre 2004, per poter sollecitare il pubblico risparmio in occasione di un'emissione

³ Temasek significa città di mare in giavanese ed era il nome di una città che sorgeva in precedenza sul sito della moderna Singapore.

⁴ Dal 1991, il Presidente di Singapore è eletto direttamente, con un compito e ruolo autonomo nella difesa dei critical assets and past reserves della nazione. Altre *Fifth Schedule entities* sono la GIC e gli *statutory boards* come il Central Provident Fund Board e la Monetary Authority of Singapore.

⁵ Ai sensi del capitolo 50 del Singapore Companies Act, per essere esente dall'obbligo di certificare i propri conti e registrarli all'anagrafe societaria, una società deve avere meno di venti azionisti, nessuno dei quali può a sua volta essere una persona giuridica.

TAB. 1: Temasek: Principali dati finanziari

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Conto economico							
Ricavi	42560	49645	56468	67520	79822	74563	83284
Profitti totali	5470	841	9723	10409	16533	12976	22474
Profitti calcolati prima di voci straordinarie	4824	4.1	7.4	9.4	14.9	13.6	20.2
Margine di profitto ¹	11.3	8.2	13.1	13.9	18.7	18.2	24.2
Stato patrimoniale							
Valore netto del portafoglio			90	103	129	164	185
Attività totali	146.0	140.0	180.8	199.1	213.7	242.4	295.5
Patrimonio netto	5.4	54.5	64.5	70.9	90.6	114.0	144.1
Debito netto	22.3	22.1	21.9	26.9	16.7	23.6	33.8
ROA ²	5.1	1.8	7.1	6.6	9.2	6.8	9.5
ROE ³	9.2	0.4	12.4	11.1	15.9	8.9	14.1

1 Profitti calcolati prima di voci straordinarie, come percentuale dei ricavi.

2 Profitti totali, espresso come percentuale del valore medio dell'attivo.

3 Profitti netti distribuiti agli azionisti, espressi come percentuale del possesso azionario medio.

di obbligazioni e ottenere un *rating* di credito, ha però pubblicato il suo primo bilancio e rapporto di attività.⁶ Attualmente Temasek ha interessi in 70 società, comprese Singapore Telecommunications (SingTel), il gruppo bancario DBS, l'operatore portuale PSA, Singapore International Airlines (SIA), l'armatore Neptune Orient, il gruppo di logistica SembLog e Singapore Technologies (ST). Quest'ultima è a sua volta un'altra *holding* diversificata, con interessi nella produzione di semiconduttori e armi, nello sviluppo immobiliare e nell'industria alberghiera.

Nel periodo 2004-07, il valore netto del portafoglio di Temasek è più che duplicato, passando da 90 a 185 miliardi di S\$, mentre il

⁶ In occasione dell'*Article IV Consultation* del 2005, il Fondo Monetario Internazionale suggerì al governo di Singapore di pubblicare, senza fornire dettagli confidenziali, informazioni sul patrimonio della GIC, sul suo portafoglio e sul rendimento nel corso del tempo. Le autorità hanno invece sostenuto che le operazioni della GIC conservano caratteristiche strategiche e che in ogni caso i controlli interni sono sufficienti per assicurarne un corretto funzionamento. Esse non hanno pertanto riscontrato nessun beneficio dal diffondere il valore di mercato del patrimonio della GIC, di cui è *chairman* Lee Kuan Yew (dal 2004 *Minister Mentor* di Singapore).

fatturato è aumentato relativamente meno, da 56,5 a 83,2 S\$. I profitti netti sono cresciuti costantemente, fino a 20,2 miliardi di S\$, e della stessa forma è evoluto il margine di profitto (TAB. 1).

TAB. 2: Temasek: Ripartizione settoriale del portafoglio (quote percentuali)

	2004	2005	2006	2007	2008
Servizi Finanziari	21	21	35	38	40
Telecomunicazioni & Media	36	33	26	23	24
Trasporti&Logistica	14	17	13	12	10
Immobiliare	6	8	7	9	7
Infrastrutture, Settore Industriale & Engineering	10	10	6	6	6
Energetico&Risorse Naturali	7	8	6	6	5
Tecnologico			3	2	2
Beni di consumo& Prodotti di tendenza			1	1	1
Altri		3	3	3	3

Dal punto di vista della distribuzione settoriale, negli ultimi cinque anni il peso dei servizi finanziari e di telecomunicazione è cresciuto dal 57% al 64% – l'incidenza dei primi è quasi raddoppiata, quella dei secondi è diminuita di un terzo (TAB. 2).

Sono diminuite le partecipazioni di controllo (in cui cioè Temasek detiene più del 20% di una società), che dal 68% del portafoglio nel 2003 sono passate al 48%. Alla Borsa di Singapore, 7 delle prime 15 imprese per capitalizzazione sono GLCs, cui corrisponde il 24% del totale (a fine luglio 2008) (TAB. 3).⁷

Anche se il governo minimizza il peso economico delle GLCs, affermando che non superano il 13% del PIL, utilizzando una definizione più ampia si arriverebbe a una percentuale significativamente più elevata (US Embassy, 2005).

Temasek sostiene anche di non avere voce in capitolo nelle scelte commerciali e/o operative delle società di cui detiene azioni (un elemento importante nella sua difesa di fronte alle accuse di abuso di posizione dominante di cui è oggetto, come vedremo, in Indonesia). Si limita a promuovere una solida *corporate governance* dando sostegno a consigli d'amministrazione – i cui membri siano di alto calibro, con una buona esperienza del mondo degli affari e di provenienza variata (*diverse*) – che complementino una dirigenza eccezionale (*outstanding*) e uno staff motivato.

Ad uno sguardo più attento, non sfugge però che i consigli d'amministrazione di Temasek e delle principali GLCs sono spesso incrociati. Per esempio, Kwa Chong Seng (Deputy Chairman) siede nel consiglio d'amministrazione di DBS Group Holdings, di cui è Chairman un altro amministratore di Temasek, Koh Boon Hwee; Simon Israel (Executive Director) è amministratore di SingTel, NOL e Fraser & Neave; e Kua Hong Pak siede nel consiglio di PSA, oltre ad essere ex-Presidente e CEO di Times Publishing, controllata da Fraser & Neave.

TAB. 3: Prime 15 società per capitalizzazione di mercato (rilevazione al 31 Luglio 2008, Borsa di Singapore)

Società	Capitalizzazione di Mercato (\$ mil.)	% del totale	Partecipazione di Temasek
SingTel	57,012	8.86	56
United Overseas Bank	29,686	4.62	DBS Nominees (Pte) Ltd è il principale azionista (19,98%)
DBS Group	29,193	4.54	28
Wilmar International	28,161	4.38	Standard Chartered Bank detiene il 3,55%
Jardine Matheson Holdings	26,924	4.19	
Oversea-Chinese Banking Group	26,357	4.10	DBS Nominees (Pte) Ltd è il principale azionista (15,18%)
Jardine Strategic Holdings	25,610	3.98	Membro del Jardine Matheson Group
Singapore Airlines	17,917	2.79	55
Keppel Corporation	16,964	2.64	21
CapitaLand	16,092	2.50	40
Hong Kong Land Holdings	12,960	2.02	Membro del Jardine Matheson Group
City Developments	10,439	1.62	DBS Nominees (Pte) Ltd è il principale azionista (17,44%)
Dairy Farm International	9,079	1.41	Membro del Jardine Matheson Group
SEMBCORP Marine	8,679	1.35	49
Singapore Tech Engineering	8,332	1.30	53
SGX Capitalizzazione di Mercato	643,116		

⁷ Si veda www.sgx.com.

Nel consiglio di SingTel su otto membri indicati come *non-executive and independent*, almeno due non possono essere considerati realmente tali perché sono nel *board* di società partecipate da Temasek (Nicky Tan Ng Kuangin in Fraser & Neave e Deepak S Parekh in Mahindra & Mahindra), mentre Kaikhushru Nargolwala lavorava in precedenza in Standard Chartered. Inoltre Temasek ha spesso posto i propri managers alla direzione delle GLC: per fare un esempio, Eleana Tan Ai Ching, che è stata recentemente nominata Chief Financial Officer di Singapore Technologies Engineering, era in precedenza Managing Director, Finance di Temasek. Un ultimo aspetto interessante è la possibilità per Temasek di costruire particolari operazioni grazie al controllo che esercita su differenti società: per esempio, per facilitare la privatizzazione di Senoko Power, Temasek intende offrire un finanziamento agevolato attraverso una serie di banche tra le quali DBS e Standard Chartered.⁸

Per le autorità, sostenere che Temasek sia una società come le altre non equivale a nascondere la propria soddisfazione rispetto ai successi della strategia di industrializzazione da esse perseguita e in particolare al contributo delle GLCs (Lee 2002). Il settore privato, sia nazionale sia estero, compete generalmente ad armi pari con le GLCs e in alcuni settori, come l'elettronica, le GLCs non solo creano posti di lavoro ma in più contribuiscono a mantenere l'attrattiva globale di Singapore in industrie collegate. A testimonianza di questa valutazione positiva, le società di Temasek hanno tradizionalmente avuto alcuni tra i migliori *credit ratings* in Asia. In un contesto di bassi tassi d'interesse, Temasek stessa ha fatto appello per la prima volta al mercato

obbligazionario a settembre 2005, con un'emissione decennale di 1.75 miliardi di dollari che è servita a finanziare acquisizioni, come quella di una quota nella Bank of China, che hanno eccellenti prospettive di crescita. Insieme alla giapponese Toyota Motor, Temasek è l'unico emittente asiatico a godere del massimo *rating* (Aaa per Moody's e AAA per Standard & Poor's). Nondimeno, il dibattito sul contributo netto delle GLCs allo sviluppo economico di Singapore è tutt'altro che chiuso (Tsui-Auch, 2006). In primo luogo, il loro ruolo dominante in un'economia piccola può aver scoraggiato o addirittura fatto fallire iniziative imprenditoriali del settore privato. In determinate circostanze le GLCs hanno precluso l'entrata di concorrenti in nuovi settori e ci sono stati casi di enti statali che hanno svolto certe funzioni pubbliche su basi commerciali.⁹ La possibile esenzione di molti settori dominati da Temasek - come telecomunicazioni, media, poste, trasporti, generazione elettrica e servizi idrici - dalla nuova legge sulla concorrenza è stata anch'essa criticata.¹⁰ Il governo rifiuta l'argomento che le GLCs "spiazzino" il settore privato autoctono, sostenendo che esso non interferisce nelle operazioni delle GLCs e tantomeno le favorisce con privilegi speciali, trattamenti di favore o sussidi: Temasek è semplicemente "*an active investor and shareholder of successful companies*" guidato da puri interessi commerciali e che non gode di alcun favore o privilegio politico.¹¹

In secondo luogo, la performance delle GLC ha attratto molto interesse perché, malgrado i buoni risultati con cui alcune GLCs (in particolare SIA) hanno ricompensato i propri azionisti, altre hanno

⁸ Uno dei possibili acquirenti era Keppel. Cfr. "Temasek to finance \$2bn power company sale," *Financial Times*, 3 settembre 2008.

⁹ I principali concorrenti di SingTel, per esempio, sono delle GLCs (MobileOne e StarHub).

¹⁰ "Singapore's new competition law comes under fire," *Financial Times*, 21 ottobre 2004. Si rimanda a Ong (2006) per un'analisi del Competition Act 2004.

¹¹ Vd. Temasek Holdings (2006), p. 11.

deluso. Su un periodo decennale, il *shareholder return* annuo medio di Temasek è stato dell'8%, inferiore al 9,3% registrato dal Straits Times Index.¹² Il valore di mercato delle partecipazioni del gruppo è passato da circa 100 miliardi di dollari di Singapore nel 2000 a 60 nel marzo 2003. Esempi particolarmente frustranti sono stati Chartered Semiconductor Manufacturing, il quarto principale produttore mondiale di *custom-made chips*, e STATS ChipPac, che testa e impacchetta microchips – entrambi hanno registrato rendimenti annui cumulati negativi e distrutto *shareholder value*.¹³ Come mostrato più avanti, l'esperienza finora più eclatante di un cattivo investimento è stato l'investimento in Shin, che è costato a Temasek vari miliardi di dollari nonché una perdita di reputazione (Rodan, 2007). Ma anche in altre occasioni Temasek ha fatto investimenti rivelatisi avventati, oppure è stata salvata dalle circostanze – con il senno di poi, gli azionisti di China Eastern Airlines si mordono sicuramente le mani per la loro eccessiva cupidigia visto che hanno rifiutato un'offerta da parte di Temasek e Singapore Airlines per rilevare il 24% della compagnia aerea quotata a Hong Kong per HK\$3.8 per azione, quando il corso attuale è abbondantemente sotto i due dollari.

3. Trasparenza e *corporate governance*

L'estrema, e forse eccessiva, diversificazione delle GLCs costituisce un terzo capo d'accusa, soprattutto quando è avvenuta in settori lontani dalla loro area di competenza. Un esempio spesso addotto è la decisione di Sembawang Corporation (un società di costruzioni che è poi diventata

SemCorp Industries) di acquisire Delifrance, una catena di panetterie, nel 1997. Sembawang pagò 167 milioni di S\$, per poi rivendere Delifrance due anni dopo per 158 milioni di S\$. Nel 2001 un *Economic Review Committee* fu istituito per analizzare la strategia di sviluppo di Singapore e formulare delle raccomandazioni per ristrutturare il sistema economico. Benché il *Report of the Entrepreneurship and Internationalisation Sub-Committee* abbia suggerito interventi di varia natura per migliorare il management di Temasek e delle GLCs (EISC, 2002), non si spinse fino a raccomandare di limitare l'enorme potere di mercato di cui esse godono. Al contrario, una delle clausole della sua *Charter*, approvata nel 2002, consente a Temasek di investire in attività innovative che possano far crescere nuovi poli industriali a Singapore.¹⁴ Più in generale, il tono della *Charter* riflette la tradizionale preoccupazione dell'élite di Singapore di mantenere il coefficiente di risparmio nazionale a livelli elevati e di conseguenza invita il management di Temasek ad accelerare gli investimenti esteri, piuttosto che adottare un modello "anglosassone" di *corporate governance* che sia *return-focused*.¹⁵ In questo senso non sorprende che Temasek abbia ulteriormente allargato il raggio delle proprie attività con il

¹² "Temasek warns of tougher future," *Financial Times*, 3 agosto 2007.

¹³ A marzo 2007 Temasek ha pagato 2,4 miliardi di dollari di Singapore (1.6 miliardi di dollari USA) per compensare gli azionisti di minoranza e ritirare il titolo dal Singapore Exchange.

¹⁴ La Charter suddivide le GLCs che continueranno ad essere detenute e controllate da Temasek in due gruppi di attività. Quelle nel gruppo A riguardano "risorse critiche" o "obiettivi di politica pubblica", mentre il gruppo B raccoglie attività che "hanno un potenziale di sviluppo oltre il mercato nazionale, in ambito regionale o internazionale".

¹⁵ Daniel Lian di Morgan Stanley osservò che "existing GLCs that have not much international or regional potential will be tempted to grow a presence overseas so that they can also avoid divestment. The Temasek Charter in some sense will become the "license" for GLCs to carry out a "mandated" external economy mission. Many GLC managers will clearly resist divestment and favour expansion overseas as a means of maintaining the status quo" (Lian, 2002).

lancio di Astrea nel 2006 (uno *Special Purpose Vehicle* che ha raccolto 810 milioni di dollari per investire in *buyout funds* e *private equity*, tra cui FountainVest in Cina insieme al Canada Pension Plan e all'Ontario Teachers' Pension Plan) e di CitySpring Infrastructure Trust nel 2007 (un fondo dedicato alle infrastrutture di cui Temasek, con il 21,4% delle quote, è il principale sponsor). Inoltre, molti osservatori, non ultima l'Ambasciata americana a Singapore, hanno criticato le GLCs per la poca trasparenza che ne caratterizza le attività. Nel caso di Temasek, le regole formali sono in teoria ineccepibili. La maggioranza degli amministratori sono non-esecutivi e stabiliscono le grandi linee strategiche, riunendosi almeno quattro volte all'anno per consigli che durano un giorno intero. Proprio perché Temasek è una società speciale, sottoposto al potere presidenziale, i doveri degli amministratori vanno al di là dei normali *fiduciary duties*. Il consiglio ha il dovere di assicurare che il bilancio operativo annuale, ovvero qualsiasi transazione proposta, non intacchi le riserve accumulate. In pratica, la *governance* è necessariamente indivisibile dalla natura del modello di sviluppo di Singapore, in cui il potere è sempre stato nelle mani del PAP. Lee Hsien Yang, secondogenito di Lee Kuan Yew, è stato CEO di Singtel dal 1995 a luglio 2006, quando ne è diventato presidente, mentre Temasek ha sempre nominato importanti personalità del mondo politico nel suo consiglio, in cui nel 2007 sedevano un ex-ministro degli Esteri, la moglie del Primo Ministro, il *Permanent Secretary* del Ministero delle Finanze e il suo predecessore, l'ex-Chairman del *Council of Presidential Advisors*, e tre attuali o ex alti dirigenti delle GLCs. In un'interessante e dettagliata analisi di chi controlla gli *statutory boards* e le GLCs, Worthington (2003) conclude che nominare come amministratori politici in pensione, alti funzionari,

militari e altri esponenti della società con forti legami con il PAP è stato un meccanismo fondamentale per radicare il sistema politico di Singapore. Al di là del rischio di nepotismo, che probabilmente è meno presente a Singapore che altrove, ciò che rimane da dimostrare è che questa promiscuità e la "simulazione" di un mercato per il controllo societario (Robert e Dick, 2005) rendano possibile ai cittadini, che in ultima analisi sono i proprietari di *statutory boards* e GLC, chiedere conto del loro operato.

Nel maggio 2002, la nomina come CEO di Ho Ching, in precedenza alla testa di Singapore Technologies (ST), aveva lo scopo di segnalare in maniera inequivocabile la trasformazione di Temasek.¹⁶ La cosa può apparire paradossale, visto che la persona in questione è la moglie del Primo Ministro, ma il curriculum di Ho Ching testimonia le sue capacità. Rispondendo alle critiche a proposito della sua segretezza e complessità, Ho Ching ha provveduto a semplificare la struttura finanziaria di Temasek, assorbendo in particolare tutti gli investimenti precedenti raggruppati in ST. In reazione al sospetto che impiegasse soltanto persone vicine al PAP, Temasek ha anche assunto manager esterni come Charles Ong, Chief Investment Officer proveniente da Deutsche Bank. A maggio 2006, il 70% dei 230 dipendenti avevano passato meno di tre anni in Temasek e il 26% erano stranieri (Temasek 2007).

Nondimeno, il segreto che circonda le operazioni delle GLCs non è scomparso – in una congiuntura in cui le loro operazioni d'internazionalizzazione

¹⁶ *Business Week* commentò allora che "strange as it may sound, an appointment that looks like nepotism might make sense," aggiungendo una nota di cautela: "Ho's performance at ST was called into question in parliament following the 1997 collapse of Micropolis, a subsidiary that made high-end disk drives. Its failure cost Temasek [US]\$340 million" ("Can Ho Ching Fix Singapore Inc.?" 24 giugno 2002).

attragono l'attenzione crescente della comunità finanziaria e dei media.¹⁷ Come segnala Rodan (2004), la recessione del 2001 è stata una pietra miliare che ha convinto il governo di Singapore della necessità di trovare nuove strade per sostenere la competitività del paese in un mondo globalizzato in cui la concorrenza di nuovi *players*, in particolare della Cina, è sempre più intensa. Riformare le GLCs e renderle più internazionali sembrano due facce della stessa medaglia, ma Rodan sostiene che questi obiettivi si sono scontrati con la realtà. Da un lato è carente la pressione interna a riformare i meccanismi di *governance* e allentare il cordone ombelicale che lega GLCs, PAP e altri interessi; dall'altro, dopo l'11 settembre, le condizioni geopolitiche sono cambiate e, come vedremo nella prossima sezione, la strategia di espansione di una *holding* pubblica è vista con crescente sospetto, anche e soprattutto nel resto dell'Asia.

4. L'internazionalizzazione

A partire dal 2004, primo anno per cui sono disponibili i dati, si osserva una rapida internazionalizzazione del portafoglio di partecipazioni di Temasek (TAB. 4).

Il peso di Singapore si reduce da poco più della metà a un terzo, raggiungendo con circa otto anni di anticipo un obiettivo decennale fissato nel 2006; quello dell'Asia "emergente" da circa un sesto al 41%; e quello dei paesi OCSE (esclusa la Corea) da circa un terzo a meno di un quarto (anche se va notato come il calo tendenziale si sia interrotto nel 2008, a seguito degli investimenti in banche occidentali). Gli investimenti netti (ovvero dopo aver scontato il valore delle dismissioni) passano da 2 miliardi di dollari nel 2004 a 15 nel 2008, di cui due terzi in Asia.

¹⁷ La Temasek Review del 2008 è stata pubblicata il 26 agosto, con parecchie settimane di ritardo rispetto agli anni precedenti.

TAB. 4: Ripartizione geografica del portafoglio (quote percentuali)

	2004	2005	2006	2007	2008
Singapore	52	49	44	38	33
Resto dell'Asia (Giappone escluso)	16	19	34	40	41
<i>Asia del Nord (Cina, Taiwan & Corea)</i>	6	8	19	24	22
<i>ASEAN (Singapore escluso)</i>	10	9	12	12	12
<i>Asia del Sud (India & Pakistan)</i>		2	3	4	7
Economie OCSE (Corea esclusa)	32	30	20	20	23
Altri		2	2	2	3

Le GLCs sono le più importanti multinazionali di Singapore.¹⁸ La partecipazione azionaria di Temasek è pari o superiore al 20% in sei delle dieci principali multinazionali originarie della città-stato (TAB. 5).

Dato che si tratta di grandi multinazionali con investimenti di svariati miliardi di euro in tutto il mondo è sufficiente ricordare la loro presenza in Italia, peraltro modesta. PSA è da qualche tempo coinvolta nella gestione del Voltri Terminal Europa di Genova e del Venice Container Terminal di Marghera (per una capacità complessiva di quasi due milioni e mezzo di TEUs). Di Singapore Airlines si era parlato, peraltro a sproposito, in occasione di fantomatiche cordate per la privatizzazione di Alitalia. Infine, mentre Temasek non risulta avere investimenti in essere in Italia, ad inizio 2008 GIC ha investito 1,5 miliardi di dollari in Sintonia, la *holding* del gruppo Benetton cui fanno capo diverse

¹⁸ Le multinazionali occidentali hanno tradizionalmente utilizzato le loro filiali a Singapore per effettuare investimenti in altri paesi asiatici, ma il loro contributo al totale degli investimenti esteri della città-stato è in costante diminuzione (dal 46% nel 1996 al 39% nel 2002 secondo UNCTAD, 2005).

TAB. 5: Le principali multinazionali di Singapore controllate da Temasek

Società	Attività Estere (milioni di S\$)		Indice TNI [^]		Settore	Quota Temasek al 31 Marzo 2006	Paesi in cui si svolge l'attività delle multinazionali
	1999	2004	1999	2004			
SingTel	2,078	18,641	15.8	67.1	Telecomunicazioni	56%	Australia, India, Bangladesh, ASEAN
CapitaLand	n.a.	5,231	n.a.	55.0	Immobiliare	42%	Australia, Cina, Malesia, Tailandia
Neptune Orient Lines	3,870	3,112	89.3	81.4	Trasporti	67%	Più di 140
Singapore Airlines	1,064	2,423	33.6	25.3	Trasporti	57%	UK, India, Cina, Filippine, altri 7
Fraser & Neave	1,232	1,864	63.5	59.9	Agroalimentare	15% ¹	Francia, UK, Malesia, Tailandia
Keppel	2,609	1,340	19.1	37.9	Diversificato	31%	US, Messico, Brasile, Benelux, altri 11
Sembcorp	n.a.	1,315	n.a.	33.7	Servizi pubblici	50%	UK, Cina, Vietnam, UAE, Brasile, USA, Australia, India
<i>Media</i>	<i>2,170.6</i>	<i>4,636.6</i>	<i>44.26</i>	<i>57.61</i>			..

[^]Indice TNI (Indice di transnazionalità calcolato da UNCTAD) è la media ponderata della quota percentuale dell'occupazione estera, delle vendite all'estero e delle attività estere rispetto al valore totale di occupazione, vendite e attività.

partecipazioni dirette e indirette tra cui Atlantia, Telecom, Gemina, Aeroporti di Roma e gli aeroporti locali. I Benetton detengono il 67%, insieme a Goldman Sachs e GIC con 14% ciascuno e Mediobanca con il 5%. GIC Real Estate ha inoltre acquisito, insieme a ING Real Estate, il Centro Commerciale ROMAEST dal gruppo di distribuzione alimentare PAM, con un investimento pari a 592,5 milioni di dollari.¹⁹

È possibile raggruppare l'espansione internazionale di Temasek in quattro categorie. La prima comprende società come SIA, NOL, PSA e SembLog che cercano di sfruttare la posizione di Singapore come uno dei principali *hub* al mondo. L'obiettivo di Temasek è far sì che queste società diventino leader nel proprio settore a livello mondiale. In più, anche se Singapore è completamente dipendente dalle importazioni di petrolio e gas, il settore dell'ingegneria petrolifera è molto importante e, grazie al boom dell'industria energetica, Keppel e ST

Engineering hanno obiettivi ambiziosi. Per esempio, Keppel e un'altra GLC, SembMarine, controllano il 75% del mercato mondiale delle piattaforme petrolifere.²⁰

In secondo luogo, in Asia e in Oceania il focus è su servizi come la banca, la finanza, le telecomunicazioni, la sanità, l'istruzione e il *real estate*. SingTel ha investito oltre 20 miliardi di dollari di Singapore in dieci anni, in particolare in Australia (dove detiene il secondo principale operatore).²¹ CapitaLand è il più grande operatore di *shopping malls* in Asia e ha conseguito il diritto

²⁰ A fine 2005 una filiale di SMM, PPL Shipyard, ha comprato Sabine Shipyard, cantieri navali situati strategicamente sul Golfo del Messico, dove sono installati un quarto dei *jackup* al mondo e un quinto delle piattaforme semi-sommerse (cfr. *Business Week*, 5 dicembre 2005).

²¹ In particolare, il 21% di Advanced Info Service, la filiale di telefonia mobile del gruppo thailandese Shin Corp; il 20% di APT Satellite a Hong Kong; il 31% di Bharti Tele-Ventures in India; il 45% di Globe Telecom nelle Filippine; il 25% di New Century Infocomm a Taiwan; il 35% di Telkomsel in Indonesia; e una partecipazione del 45% in Pacific Bangladesh Telecom.

¹⁹ Finora l'unico fondo sovrano ad aver concluso un investimento di rilievo in Italia è stato Mubadala, che ha rilevato il 35% di Piaggio Aero Industries e il 5% della Ferrari.

di costruire il 70% dei Wal-Mart in Cina.²² Ancora superiori le ambizioni nel caso delle banche, dove in tre anni Temasek ha creato una rete pan-asiatica con investimenti in una dozzina d'istituti di credito, compresa Minsheng Banking, la più grande banca privata in Cina.

Più recentemente, Temasek è intervenuta nel 2007-08 per assistere una serie di banche occidentali colpite dalla crisi dei *sub-prime*.²³ Il 24 dicembre 2007 ha pagato 5 miliardi di dollari per una partecipazione del 5% in Merrill Lynch, la terza principale banca d'affari americana, e, malgrado il tracollo che il titolo ha registrato da allora, Temasek ha annunciato a luglio 2008 di essere pronta ad investire altri 900 milioni.²⁴ A seguito di questo investimento, la quota di Temasek supererà il 10% e richiederà pertanto l'approvazione da parte del CFIUS. Anche se Temasek è ormai il primo azionista della banca americana, per minimizzare i rischi di una reazione protezionista ha scelto di non nominare nessun membro del consiglio d'amministrazione. In parallelo, un secondo investimento di 8,4 miliardi è stato realizzato a giugno in Barclays, insieme alla China Development Bank (come già nel 2007, quando la banca britannica stava tentando di scalare l'olandese ABN Amro). Anche

²² "Shopping Mall Maestro," *Business Week*, 3 ottobre 2005.

²³ GIC ha dal canto suo investito circa 18 miliardi di dollari in UBS e Citigroup e potrebbe acquisire altre partecipazioni in linea con l'obiettivo strategico di allungare a trenta anni il profilo temporale dei propri impieghi.

²⁴ In occasione del suo intervento, avvenuto quando il corso azionario era di 48 dollari, Temasek ha negoziato una causa di ripristino delle condizioni che prevedeva una compensazione da parte di Merrill nel caso questa avesse emesso nuove azioni a un prezzo inferiore nei 12 mesi successivi. Ad agosto 2008 Temasek ha annunciato che utilizzerà un versamento di due miliardi e mezzo di dollari ricevuto dalla banca per compensarla. Merrill porterà a libro questo versamento come una spesa eccezionale, così come 5,7 miliardi di dollari di ulteriori svalutazioni contabili.

la quota detenuta in Standard Chartered è cresciuta nel 2008 (senza però oltrepassare il tetto del 20% oltre il quale l'istituto perderebbe la qualifica di banca emittente a Hong Kong).

Una terza categoria sono gli investimenti in società innovative e a forte potenziale di crescita, in cui spesso Temasek interviene in associazione con fondi di *private equity*. Vengono, infine, gli investimenti nella produzione di materie prime. In Indonesia, in particolare, Temasek ha acquistato nel 2004 il 38,4% del capitale della principale società petrolifera quotata (Medco Energi International) e le piantagioni di palma del CDC Group nel 2005. Temasek ha l'intenzione di aumentare la sua esposizione in questo settore, in cui peraltro i multipli sono molto aumentati negli ultimi anni.

Con il Ministero delle Finanze come loro principale (quando non unico) ancorché indiretto azionista, è chiaramente difficile per le GLCs evitare di essere percepite come il braccio armato di una strategia di espansione dello stato di Singapore. Da ciò nascono opportunità, ma anche problemi. Non c'è dubbio che molti governanti in Asia guardino con ammirazione all'esperienza di Singapore, fatta di efficienza burocratica, minima corruzione e scarsa contendibilità del potere politico. Quest'ammirazione si accompagna, e non potrebbe essere altrimenti, a una certa dose di sospetti, dato che Singapore non ha risorse naturali (addirittura, non ha sabbia per la sua industria edilizia), è il miglior alleato dell'Occidente nella regione e non si esime dal dare lezioni ai propri vicini e non solo.²⁵

Negli anni '90, l'accento era soprattutto sulla regionalizzazione attraverso i cosiddetti *industrial*

²⁵ Per esempio a proposito del conflitto tra Russia e Georgia (cfr. "The west is strategically wrong on Georgia", *Financial Times*, 20 agosto 2008, di Kishore Mahbubani, rettore della Lee Kuan Yew School of Public Policy della National University of Singapore ed ex-Ambasciatore alle Nazioni Unite).

township projects, vere e proprie zone industriali che SembCorp ha costruito e gestito in Indonesia, Vietnam e Cina per permettere alle imprese di Singapore di produrre in paesi a basso costo del lavoro. Il problema fu che il modello della città-stato si basava su una *political economy* difficile da replicare “chiavi-in-mano”. Nel periodo più recente, in cui gli investimenti di Temasek sono più tradizionali, ci sono varie esperienze positive, ma anche bagni finanziari colossali, spesso determinati dai prezzi eccessivi che il *management*, sottoposto a poche pressioni, è stato disposto a pagare per acquisizioni all'estero. Ma il problema è probabilmente più profondo, fatto di incomprensioni e di incapacità di comprendere le sottigliezze del contesto economico-politico di altri paesi. Temasek e le GLCs si sono spesso scontrate con la resistenza dei concorrenti alla sua entrata, vista ovviamente come fonte di maggiore concorrenza, ma hanno altrettanto spesso dato l'impressione di non conoscere le normative vigenti, oppure di pensare che esse siano negoziabili. Ciò spiega per esempio il rifiuto della Corea (paese in cui vige una stretta separazione tra banca e industria) di approvare l'investimento di DBS in Hana; ovvero la decisione presa dall'autorità della concorrenza indonesiana di obbligare due GLC, SingTel e Singapore Technologies Telemedia (STT), a vendere le loro partecipazioni nel settore delle telecomunicazioni.²⁶ Quando poi STT ha

²⁶ Un sindacato indonesiano denunciò nel 2006 che le partecipazioni di SingTel in Telkomsel (54%) e di Singapore Technologies Telemedia in Indosat (75% di Asia Mobile, che ha il 40% di Indosat) consentivano a Temasek di fissare di fatto le tariffe telefoniche dato che ai due operatori corrisponde il 75% del mercato. Nel novembre 2007 la KPPU ha ordinato a Temasek di dismettere le sue partecipazioni, con gli obblighi aggiuntivi di non cederle ad altre GLC e di non vendere quote superiori al 5% a nessun investitore individuale. Temasek ha ribattuto che la KPPU non possiede nessuna prova che il comportamento di

raggiunto un accordo per vendere la propria quota in Indosat, l'ha fatto secondo i propri criteri, vendendo tutte le azioni ad un'unica società, Qatar Telecom, aprendo così la strada ad un processo legale dall'esito ancora incerto. Tra l'altro sempre in Indonesia a Temasek è stato ordinato di vendere la quota in Bank International Indonesia (BII), giacché è proprietaria del Bank Danamon. La banca centrale della Malesia ha però vietato a Maybank, una banca malese, di rilevare questa partecipazione. In Europa, NOL sta incontrando difficoltà per convincere le autorità tedesche dell'opportunità di accettare l'offerta per rilevare Hapag-Lloyd, una compagnia di navigazione rivale (e più grande). Per fronteggiare la concorrenza di un consorzio tedesco che è appoggiato dalla municipalità di Amburgo, sede della compagnia, NOL si è impegnata a mantenere il marchio Hapag-Lloyd.

Ma tutti questi appaiono problemi lievi rispetto all'esperienza di Temasek in Thailandia a seguito del *takeover* di Shin Corp, un gruppo diversificato con forti interessi nelle telecomunicazioni di proprietà della famiglia dell'allora Primo Ministro. Per un complesso insieme di ragioni, descritte in maniera dettagliata in Goldstein and Pananond (2008a), l'operazione contribuì alla crisi politica che portò al colpo di stato militare del 19 settembre 2006. Indipendentemente della perdita di valore dell'investimento (le azioni vennero pagate 49 baht e valgono attualmente circa 25, cioè un terzo del *net present value*) e dei danni che l'episodio ha inferto alle relazioni tra Singapore e Bangkok, l'episodio ha rivelato una certa ingenuità nell'approccio di Temasek. Sembra mancare la capacità di adattare il proprio comportamento al contesto: da un lato la consapevolezza che le motivazioni di un'impresa pubblica attirano necessariamente i sospetti,

Telkomsel e Indosat si possa conformare come lesivo della concorrenza.

dall'altro che Temasek ha a Singapore un potere e una libertà di agire che necessariamente non può imporre altrove.

In parte per migliorare le proprie *credentials*, a metà 2008 Temasek ha nominato come amministratore Marcus Wallenberg, l'erede della famiglia svedese la cui *holding* Investor controlla società come Skandinaviska Enskilda Banken, SAAB, Electrolux e Ericsson. S. Dhanabalan, il presidente, ha inoltre dichiarato che d'ora in poi Temasek non cercherà più di acquistare partecipazioni di controllo in società estere e farà investimenti con soci locali.²⁷ In compenso è interessante notare come, in un'epoca in cui le multinazionali gareggiano per partecipare a iniziative internazionali che testimonino della loro attenzione per i temi della responsabilità sociale, Temasek non faccia invece parte né dell'*UN Global Compact* né della *Global Reporting Initiative*.

5. Conclusioni

Se la globalizzazione non è un fenomeno nuovo in assoluto, e il ruolo fondamentale che in essa giocano gli investimenti internazionali non è una novità, negli ultimi anni si è assistito ad un cambio nell'identità degli attori della globalizzazione stessa. Multinazionali tradizionali come Unilever, United Fruits o General Motors avevano un'identità facilmente riconoscibile. Al contrario gli odierni protagonisti – da fondi come Carlyle ai gruppi pubblici cinesi e semi-pubblici russi, passando per i fondi sovrani di cui tratta questo numero di *Osservatorio Monetario* – sono più opachi, per struttura proprietaria, qualità delle informazioni fornite, meccanismi di *governance*, motivazioni strategiche e sistemi di gestione dei rischi.

Una testimonianza della mancanza d'informazioni sui fondi sovrani è la relativa confusione che circonda Temasek. È certo che è di proprietà del Ministero delle Finanze, ma non è uno strumento per canalizzare le riserve di cambio per conto del governo di Singapore. Temasek è proprietaria del proprio patrimonio e non è un *fund manager* come sono invece i fondi sovrani tradizionali. Le sue società operative si muovono secondo logiche di mercato, anche se è ragionevole affermare che il grado di trasparenza che caratterizza Temasek è minore che in Europa o negli Stati Uniti.

Come si è cercato di mostrare in quest'articolo, Temasek è piuttosto una *holding* pubblica, per certi versi simile (nel bene) alla nostra IRI. In Italia c'erano i panettoni di stato, in compenso Nutrisoy è il più venduto latte di soia di Singapore; e se l'ENI gestiva un villaggio vacanze a Cortè di Cadore, Temasek ha il Night Safari. Così come le nostre partecipazioni statali hanno a lungo dato un contributo positivo allo sviluppo economico e industriale italiano, lo stesso sembra accadere con Temasek e Singapore. Ma così come la crescente confusione di ruoli tra politica e impresa, tra Stato e mercato, e una cultura istituzionale debole hanno finito con il ledere pesantemente il potenziale di crescita dell'Italia, così sussiste il rischio che Temasek diventi autoreferenziale e incapace di sottoporre a vaglio accurato le opportunità d'investimento che le si presentano. In effetti, il rischio maggiore, e sicuramente paradossale visto i toni spesso esasperati del dibattito sui fondi sovrani, non è tanto che questi agiscano come la lunga mano di governi dalle ambizioni geopolitiche poco chiare, quanto piuttosto che non esercitino correttamente e completamente le funzioni di *monitoring* che i piccoli azionisti possono attendersi da un colossale investitore istituzionale. Valga in questo senso l'esempio di Merrill Lynch, dove i dirigenti hanno scelto di rimborsare Temasek per la perdita

²⁷ "Temasek's strategy to counter nationalism companies," *Straits Times*, 23 novembre 2007.

subita, con il risultato di rafforzare il proprio potere e rendere meno fluido il funzionamento del mercato del controllo societario come meccanismo di correzione.²⁸

Se migliore *governance* e maggiore trasparenza sono allora elementi con cui Temasek dovrà necessariamente continuare a confrontarsi nei prossimi anni, uno stimolo ulteriore (che era invece assente nel caso italiano negli anni '70 e '80) è che l'attuale opacità - reale o percepita che sia - finisce col penalizzare Temasek nei suoi tentativi di internazionalizzazione. Essa, infatti, rende più difficile l'operazione di convincimento delle autorità e dell'opinione pubblica dei paesi in cui investe che non ci sono secondi fini dietro le operazioni. Ovviamente questa constatazione non riguarda esclusivamente Singapore. Negli ultimi anni le acquisizioni tentate o realizzate da entità controllate da governi stranieri (siano esse imprese pubbliche o fondi sovrani) sono state oggetto di particolare attenzione perché generano timori rispetto alla protezione degli interessi nazionali fondamentali. In molti paesi, queste preoccupazioni si sono tradotte in politiche e normative più restrittive per la proprietà estera di diverse categorie d'impresa. Non c'è dubbio che le conseguenze internazionali del capitalismo di stato siano destinate a rimanere a lungo un tema centrale del dibattito e dell'analisi economica e politica a livello internazionale.

Riferimenti bibliografici

CLSA (2006) "Temasek strikes again," *Singapore Market Outlook*, 28 March.

EISC (2002) "Recommendations on Government in Business," *Entrepreneurship and*

Internationalisation Subcommittee, Economic Review Committee, 30 May.

Goldstein, Andrea (2007) *Multinational companies from emerging economies*, Basingstoke: Palgrave.

Goldstein, Andrea e P. Pananond (2008a), "Singapore Inc. Goes Shopping Abroad: Profits and Pitfalls", *Journal of Contemporary Asia*, 38(3): 417-438.

Goldstein, Andrea e P. Pananond (2008b), "New Multinationals from Singapore and Thailand: The Political Economy of Regional Expansion", in R. Rajan, R. Kumar e N. Virgill (a cura di), *New Dimensions of Economic Globalization*, World Scientific, 209-49.

Kumar, Sree, Sharon Siddique, and Yuwa Hedrick-Wong (2005) *Mind the Gaps: Singapore Business in China*, Singapore: Institute of Southeast Asian Studies.

Lee, Hsien Loong (2002) "Motion on Temasek Charter and EISC's Recommendations on Government in Business – Speaking Points for DPM's Round-up Speech," 28 August, http://app.mti.gov.sg/data/pages/525/doc/EISC_Recommendations.pdf.

Lian, Daniel (2002) "Temasek Charter authorises external economy mission of GLC," Singapore: Morgan Stanley, 8 July.

Low, Linda (2001) "The Singapore Developmental State in the New Economy and Polity," *The Pacific Review*, 14, 3, pp. 411-41.

Ong, Burton (2006) "The Origins, Objectives and Structure of Competition Law in Singapore," *World Competition*, 29, 2, pp. 269-84.

Pangarkar, Nitin (2004) "The Asian Multinational Corporation: Evolution, Strategy, Typology and Challenges," in Kwok Leung and Steven White (a cura di), *Handbook of Asian Management*,

²⁸ *Il Sole 24 Ore* ha peraltro interpretato diversamente la dichiarazione di "grande fiducia" nel numero uno della banca, John Thain, considerandola l'inizio di una stagione di attivismo per i fondi sovrani ("Se i fondi sovrani alzano la voce", 28 agosto 2008).

Norwell: Kluwer, pp. 155-206.

Pangarkar, Nitin and Junius R. Lie (2004) "The Impact of Market Cycle on the Performance of the Singapore Acquirers," *Strategic Management Journal*, 25, 12, pp. 1209-16.

Pereira, Alexius (2005) "Singapore's Regionalization Strategy," *Journal of the Asia Pacific Economy*, 10, 3, pp. 380-96.

Roberts, Mark John and Howard Dick (2005) *Developing International Firm Capabilities: Globalisation Strategies of Singapore's Government-Linked Corporations*, Melbourne: Australian Centre for International Business, Working Paper 7.

Rodan, Garry (1989) *The Political Economy of Singapore's Industrialization: National, State, and International Capital*, Basingstoke: Macmillan Press.

Shome, Tony (2006) *State-guided entrepreneurship: A case study*, Auckland: Massey University, Department of Management and International Business, Working Paper Series No. 4.

Temasek Holdings (vari anni), *Temasek Review*, Singapore.

Tripathi, Salil (2006) "Temasek: The Perils of Being Singaporean," *Far Eastern Economic Review*, May, pp. 48-51.

Tsui-Auch, Lai Si (2006) "Singaporean Business Group: The Role of State and Capital in Singapore Inc.," in Sea-Jin Chang (a cura di), *Business Groups in East Asia: Financial Crisis, Restructuring and New Growth*, Oxford: Oxford University Press, pp. 94-115.

US Embassy (vari anni) *Singapore Investment Climate Report*, http://singapore.usembassy.gov/ep_reports.html

US Embassy (2001) Singapore Government-linked Corporations Face the Future, <http://singapore.usembassy.gov/ep/2001/government-linkedcorporations2000.html>.

Worthington, Ross (2002) *Governance in Singapore*, London: Routledge.

6. FONDI SOVRANI E POTERE ECONOMICO NELLA POLITICA MONDIALE ♦

L'ostilità agli investimenti esteri è stata una preoccupazione continua nella politica mondiale. Negli anni precedenti la Prima Guerra Mondiale, la dipendenza dai finanziamenti esteri necessari per la costruzione di infrastrutture era fonte di inquietudine per diversi governi europei. Negli anni '70, Jean-Jacques Serban-Schreiber mise in guardia contro la possibilità che le multinazionali americane acquisissero l'industria europea. Negli anni '80, lo spettro della "Giappone Inc." generò reazioni assurde come quella di alcuni membri del Congresso americano che indissero una conferenza stampa per criticare aspramente un computer Toshiba.

In questo decennio, tuttavia, il protezionismo nei confronti degli investimenti esteri ha raggiunto il culmine. Come già discusso nel CAP. 4, l'isteria pubblica ha contribuito a bloccare l'acquisizione di sei strutture portuali americane da parte di Dubai Ports World. La resistenza del Congresso ha ostacolato il tentativo di CNOOC di acquisire Unocal. Gli Stati Uniti, peraltro, non sono affatto gli unici a condividere questo sentimento tra le nazioni avanzate. L'ostilità giapponese nei confronti degli investimenti diretti esteri in Giappone vanta una lunga tradizione. L'Unione Europea ha dovuto occuparsi di situazioni in cui uno stato membro bloccava acquisizioni di società di *utilities* da parte di un altro stato membro. Ad

esempio l'O.P.A. ostile di Mittal nei confronti del conglomerato europeo Acelor ha provocato l'intervento da parte di 4 governi europei nel tentativo di fermare l'operazione, sebbene la sede di Mittal sia a Rotterdam.

La crescita dei fondi sovrani aggiunge una ulteriore dimensione a queste preoccupazioni. I fondi sovrani si trovano al crocevia tra alta finanza e alta politica. I SWFs hanno realizzato il 35% di tutte le attività di fusione e acquisizione nel 2007. Tra marzo 2007 e giugno 2008 questi fondi hanno iniettato 59 miliardi di dollari in istituzioni finanziarie occidentali, con l'ingresso anche nel capitale di società di alto profilo come Barclays, Citigroup, Credit Suisse, Merrill Lynch, Morgan Stanley e UBS. In una sorta di replica del boom degli investimenti diretti del Giappone di due decenni fa, i SWFs si sono occupati anche di rilevanti acquisizioni di attività immobiliari. Nel luglio 2008 un fondo sovrano con sede negli Emirati Arabi Uniti ha acquisito il 90% del Chrysler Building di New York.

I fondi sovrani estremizzano le preoccupazioni legate agli investimenti esteri, in quanto nel loro caso gli investitori sono governi esteri. Un sondaggio effettuato da Public Strategies nel febbraio 2008 mostra che gli americani sono largamente contrari agli investimenti dei SWFs. Il 49% degli intervistati ritiene che tali investimenti siano deleteri per l'economia americana, contro il 25% di opinione contraria. Il 55% valuta che tali investimenti costituiscano un pericolo per la sicurezza nazionale, contro il 10% di opinione opposta. In particolare l'opposizione è molto forte nei confronti di investimenti nei settori *high tech*, finanziario e nei confronti degli investimenti da parte di SWFs con sede in Medio Oriente o in Est-Asia. Tutto questo sorprende poco: se gli americani reagivano male nei confronti dei lavoratori giapponesi, è facile immaginare la loro

♦ A cura di Daniel W. Drezner, The Fletcher School, Tufts University. Traduzione di Andrea Lanteri. Parti significative di questo saggio sono state pubblicate sul *Journal of International Affairs*. Sono grato a Jen Weedon per il suo straordinario aiuto nel lavoro di ricerca. Il *Center for International Governance and Innovation* ed il *Glasshouse Forum* hanno sostenuto la ricerca in modo eccezionale.

reazione nei confronti di acquirenti stranieri come i governi arabi o il partito comunista cinese.

La crescita esplosiva di questi fondi genera preoccupazioni di carattere regolatorio e di carattere geopolitico. Quest'anno il vice segretario del Tesoro ha scritto su *Foreign Affairs* che “i fondi sovrani sono già abbastanza grandi da essere rilevanti a livello di sistema... essi probabilmente cresceranno nel tempo sia in termini assoluti che relativi”. Gli analisti di mercato e i regolatori sono preoccupati a proposito della trasparenza di questi fondi. I sostenitori del libero mercato sono inquieti a causa delle implicazioni ideologiche dei SWFs e a causa della reazione protezionista che essi potrebbero generare. Leader di spicco come la tedesca Angela Merkel e il francese Nicolas Sarkozy temono che ora i fondi sovrani abbiano un potere negoziale nei confronti del futuro politico delle grandi economie.

Molti analisti politici sostengono che lo sviluppo dei fondi sovrani sia sintomatico dello spostamento nella distribuzione del potere a livello globale dalle nazioni OCSE verso i mercati emergenti e gli esportatori di energia, o, per usare una chiave di lettura differente, dalle democrazie liberali ai regimi capitalisti autoritari. Un esperto economista dell'OCSE ha riconosciuto che “ciò che è chiaro al momento è che i SWFs hanno un consistente potere negoziale”. Anche Brad Sester sostiene che gli investitori sovrani hanno un potere contrattuale: “il potere politico è spesso legato al potere finanziario e la capacità di un debitore di progettare uno sviluppo militare dipende dal supporto dei suoi creditori”. Su *Newsweek*, Jeffrey Garten scrive che “la realtà è che in futuro il più grande serbatoio di capitale sarà in Asia, in Arabia Saudita, Kuwait e Emirati Arabi Uniti, e noi dovremmo rassegnarci alla limitata capacità degli Stati Uniti e dell'Unione Europea di influenzare la forma e il carattere dei fondi sovrani, data la loro dimensione, la loro

crescente importanza nei mercati finanziari e le opzioni che questi hanno di investire nelle regioni di provenienza o in altre regioni evitando, se necessario, gli U.S.A. e l'Europa”.

Le paure nei confronti dei fondi sovrani sono giustificate? Questo testo lascia agli economisti e ai loro contributi esposti nelle pagine precedenti le preoccupazioni economiche al riguardo dei fondi sovrani e si concentra sui loro effetti sulla politica mondiale. Il fenomeno SWFs ha determinato delle preoccupazioni legate alla sicurezza nei Paesi OCSE. Queste preoccupazioni sono ragionevoli? Fino ad oggi la crescita dei fondi sovrani ha avuto effetti marginali sulla sicurezza nazionale e sulla politica estera degli Stati Uniti e dell'Unione Europea. Se non altro, questi investimenti dimostrano la complessa interdipendenza tra i Paesi del Pacifico, il Medio Oriente e l'economia americana. In ogni caso, alcune esternalità negative di carattere politico accompagnano i fondi sovrani. I SWFs potrebbero avere effetti più deleteri sulla politica estera di Paesi più piccoli. L'opinione di chi scrive è che la loro crescita danneggerà significativamente gli sforzi di promozione della democrazia nel mondo in via di sviluppo e aumenterà la fragilità della cooperazione nella finanza globale.

1. Le preoccupazioni geo-politiche

Abbiamo già sottolineato più volte nelle pagine precedenti come la crescita della ricchezza degli investitori sovrani nell'ultimo decennio sia stata impressionante. Nel 1999 essi aggiungevano ai loro forzieri attività per circa 200 miliardi di dollari all'anno. Nel 2007 hanno iniettato 1.800 miliardi di dollari e la cifra per il 2008 sarà probabilmente ancora maggiore.

Una crescita così intensa ha provocato un'ampia gamma di preoccupazioni politiche, che vanno dagli effetti dei SWFs sulla *corporate governance* ai timori di una reazione protezionista. Alla base

di questa miriade di tematiche si trovano le questioni gemelle della trasparenza e della sovranità. A confronto dei fondi comuni o dei fondi pensione, la trasparenza dei fondi sovrani è decisamente inferiore. Il più grande fondo sovrano, ad esempio, è l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), un'istituzione che esiste da più di 30 anni e che non ha ancora rivelato la sua dimensione, la struttura del portafoglio, la *performance* e gli obiettivi di investimento. Fino a quest'anno, il sito web ufficiale di ADIA era limitato a una pagina priva di informazioni di carattere finanziario; ora è costituito da diverse pagine, ma ancora senza informazioni finanziarie precise. Secondo una recente indagine del Fondo Monetario Internazionale sui fondi sovrani, più di un quinto di questi non è tenuto a comunicare alcun genere di informazione circa la propria attività ai rispettivi legislatori.

La mancanza di trasparenza diventa problematica nel momento in cui si combina con la dimensione e la sovranità di questi soggetti di investimento. Per definizione, i SWFs sono un'estensione dello stato. Pertanto si ritiene che essi massimizzino gli interessi strategici di lungo periodo dei loro Paesi, anziché massimizzare i profitti. I fondi sovrani hanno insistito ripetutamente sul fatto che essi puntano semplicemente al massimo rendimento. Tuttavia, la percezione tra gli operatori del mercato finanziario è diversa da quella proposta dai SWFs stessi. Una recente indagine di Norton Rose sulle istituzioni finanziarie globali rivela che i soggetti privati ritengono più probabile che i fondi sovrani perseguano interessi strategici piuttosto che il massimo rendimento, sebbene i SWFs rispondano il contrario.

Senza una chiara comprensione delle intenzioni dei fondi sovrani, le loro azioni possono intorbidire i mercati finanziari. Come ha osservato Alan Greenspan, il più forte controllo sui comportamenti scorretti nel mondo della finanza è

la “sorveglianza della controparte”, ovvero l'incentivo per gli investitori ad assicurarsi che i gestori dei loro patrimoni stiano agendo in modo prudente e profittevole. Il problema dei fondi sovrani è che, nella maggior parte dei casi, non c'è alcuna sorveglianza della controparte. Nello scenario migliore, come quello della Norvegia, un parlamento eletto democraticamente deve approvare modifiche nelle strategie di investimento. Questo tipo di supervisione è coerente con lo spirito della sorveglianza della controparte. In realtà come in Russia e Cina, però, la mancanza di trasparenza, supervisione e *accountability* è molto più problematica.

La leva politica dei fondi sovrani nei Paesi che ricevono gli investimenti costituisce la maggiore fonte di preoccupazione. All'interno di questi Paesi, le decisioni di investimento dei SWFs hanno già generato disordine politico e finanziario sia in Islanda che in Thailandia. Quando il fondo pensione nazionale norvegese ha venduto importanti quote nel settore finanziario islandese, l'intera economia dell'Islanda ne ha subito gli effetti. Una causa scatenante del colpo di stato thailandese del 2006 è stata l'acquisizione da parte di Temasek di un'impresa thailandese legata al presidente eletto.¹ Nelle altre economie OCSE, i legislatori e le autorità di regolamentazione stanno valutando se sia necessario intervenire in modo difensivo contro gli investimenti strategici di soggetti sovrani.

I fondi sovrani hanno influenzato anche alcune decisioni in economie di maggiore dimensione. Un importante fattore che ha portato alla nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac negli U.S.A. è stata la volontà di tranquillizzare i creditori sovrani. La Cina era di gran lunga il maggiore investitore estero nel debito a lungo termine delle agenzie legate al governo americano, con più di 375 miliardi di dollari

¹ Su tale aspetto si rinvia al contenuto del capitolo 5.

investiti. Nel mese precedente l'operazione, alcune autorità cinesi avevano messo in guardia contro le conseguenze del collasso dei due istituti che costituiscono i giganti del mercato dei mutui immobiliari americani. Il governo cinese non era il solo a sollevare perplessità circa la situazione; altri funzionari ufficiali hanno comunicato i loro timori direttamente al segretario del Tesoro Henry Paulson. Il senatore Chuck Schumer ha dichiarato al *Wall Street Journal* che “c'era una paura reale che i governi stranieri iniziassero a scaricare Fannie e Freddie e non comprassero le obbligazioni.”

Ci sono numerosi modi in cui gli investimenti esteri dei SWFs potrebbero, teoricamente, influenzare le scelte politiche e le potenzialità dei Paesi che ricevono gli investimenti. Il controllo diretto di importanti imprese è il modo più naturale. I fondi sovrani potrebbero sabotare le imprese che acquisiscono così da stroncare le potenzialità dei Paesi in cui investono. Un'altra opzione è utilizzare l'acquisizione di imprese come uno strumento di trasferimento di tecnologia. Mentre il timore principale è la prospettiva che i fondi sovrani entrino in settori strategici o infrastrutture critiche, la definizione di “strategico” è mutevole. Per esempio, la veemenza con cui i soggetti russi e asiatici hanno preso di mira le tormentate istituzioni finanziarie occidentali ha generato preoccupazione circa la possibilità dei SWFs di minare alla base i mercati dei capitali in Occidente.

Un'altra modalità con cui potrebbe essere esercitata una leva politica è la minaccia del disinvestimento. Non a caso, quest'anno il presidente della China Investment Corporation ha avvertito sul *Financial Times* che “ci sono più di 200 Paesi nel mondo e, fortunatamente, molti Paesi si trovano a loro agio con noi.” Alan Tonelson ha manifestato un timore simile quest'anno testimoniando di fronte alla U.S.-China

Economics and Security Review Commission: “se, per esempio, il governo cinese avesse quote significative in un gran numero di istituzioni finanziarie americane, specialmente i *market-makers*, e se il periodo di debolezza finanziaria del nostro Paese persistesse, con quale determinazione Washington alzerebbe la voce nei confronti di Pechino in una crisi nello stretto di Taiwan?” I co-presidenti del Congressional Working Group sui fondi sovrani hanno lanciato l'allarme sul *Wall Street Journal* in relazione al fatto che “le maniere forti del nostro governo potrebbero essere controproducenti, dato che i SWFs possono portare il loro denaro ovunque nel mondo e lo faranno se il rischio politico legato agli investimenti negli Stati Uniti si eleva eccessivamente.”

La leva può essere esercitata anche in modo più subdolo, attraverso la cooptazione di portatori di interessi domestici all'interno dei Paesi che ricevono gli investimenti. Come si è osservato in precedenza, i SWFs hanno ottenuto quote rilevanti in molte istituzioni finanziarie occidentali. I fondi di *private equity* e gli *hedge fund* fanno affidamento sugli investimenti dei fondi sovrani per una frazione significativa delle loro attività. Anche nel caso in cui questi fondi sovrani adottino una strategia di investimento passiva, è difficile credere che non abbia luogo un certo grado di cooptazione. Per esempio, dopo aver ricevuto 3 miliardi di dollari dal fondo sovrano cinese, il CEO di Blackstone ha scritto un editoriale sul *Financial Times* schierandosi contro ogni forma di legge volta a bloccare gli investimenti dei SWFs, paragonando tali misure alle tariffe introdotte a suo tempo con l'approvazione dello Smoot-Hawley Act.

Anche senza la partecipazione diretta, le società finanziarie traggono beneficio da rapporti buoni con i SWFs, grazie a contratti di consulenza e gestione patrimoniale. Per esempio, State Street

Global Advisors, che ha coniato il termine “*Sovereign Wealth Funds*”, ha una divisione che si occupa degli investitori sovrani (Official Institutions Group) che gestisce circa 270 miliardi di dollari di più di 70 clienti governativi. Con i fondi sovrani che hanno a disposizione questa massa di capitale, il settore finanziario tende a fare attività di *lobbying* in patria a favore di questi investitori. Dato che le imprese di questo settore rappresentano un potente gruppo di interesse all'interno delle economie OCSE, esse possono costituire un mezzo per rendere meno efficaci le misure politiche di reazione ai SWFs.

Dal punto di vista dell'Occidente, la natura autoritaria dei governi delle nazioni in cui hanno sede i fondi sovrani che stanno crescendo più rapidamente rappresenta un'ulteriore causa di preoccupazione. Teoricamente, i SWFs dei Paesi governati da regimi politici autoritari possono avere due vantaggi rispetto a quelli dei Paesi democratici. In primo luogo, coerentemente con la loro situazione politica, ci si aspetta che i fondi sovrani autoritari siano meno trasparenti degli altri, e questo permette loro di agire con maggiore agilità. Inoltre, dato che i regimi autoritari sono in grado di sopprimere più efficacemente il dissenso, tali fondi dovrebbero essere in grado di effettuare investimenti che potrebbero essere impopolari nel breve termine, ma che conducono a un rendimento significativamente maggiore nel lungo periodo. Alcuni analisti temono che il “capitale paziente” degli stati capitalisti autoritari possa portare i rispettivi SWFs ad agire in modo più strategico e profittevole.

Questo punto conduce all'ultimo, e più rilevante timore di carattere politico. In termini di modelli di sviluppo di lungo termine, i fondi sovrani sono visti come un elemento di possibile rivalità nei confronti della democrazia liberale basata sul libero mercato. Come ha osservato di recente (in modo spiritoso) Fred Halliday, “dopo trent'anni di

politica, propaganda e ingiustificata pubblicità a favore del ‘liberare il mercato’, ‘ridurre il ruolo dello stato’, e ‘promuovere il ruolo del settore privato’, i fondi sovrani determinano un massiccio e ineluttabile spostamento dell'influenza verso entità che sono a tutti gli effetti governative. Prendi questa, neoliberalismo!” Il significativo intervento multi-governativo in risposta alla recente crisi finanziaria sta rafforzando la percezione che il *Washington Consensus* sia morto e sepolto. Società in cui lo sviluppo è guidato dallo stato, e in cui il governo usa i SWFs per comprare il silenzio del dissenso e promuovere lo sviluppo e il trasferimento di tecnologia, potrebbero emergere come potenziali sfidanti della consolidata economia politica dei Paesi avanzati e industrializzati. Ciò avrebbe un effetto corrosivo sulla capacità di persuasione dell'Occidente. Verrebbe messo in dubbio il fatto che il resto del mondo possa guardare al modello di sviluppo occidentale come ad un modello da emulare. In parole povere, molte meno nazioni vorrebbero quello che vogliono gli U.S.A. e l'Unione Europea.

2. Una valutazione delle preoccupazioni politiche

La possibilità di convertire l'interdipendenza economica in leva politica è stata dibattuta a lungo nella teoria delle relazioni internazionali. Di certo ci sono stati esempi in passato in cui questa leva è stata utilizzata in modo accurato. La Germania nazista sfruttò gli accordi commerciali e monetari con l'Europa dell'Est per assicurarsi la lealtà politica dei Paesi di quella regione. Nel 1956 gli Stati Uniti lasciarono che il mercato deprezzasse la sterlina inglese così da assicurarsi che Londra desistesse dal suo tentativo di fare proprio il canale di Suez. La Federazione Russa fu in grado di sfruttare la dipendenza dell'Ucraina dall'energia

russa per estendere il contratto di affitto della base navale di Sebastopoli.

A fronte di questi successi, tuttavia, vi è un numero molto maggiore di fallimenti nel tentativo di coercizione. Infatti, il consenso generale nella teoria delle relazioni internazionali è che la minaccia di “uscita” funziona solo sotto un certo numero di condizioni. Persino coloro che si dicono ottimisti nei confronti della politica fatta con i mezzi della finanza pongono delle precondizioni che limitano fortemente la possibilità degli stati di utilizzare efficacemente questi strumenti. Il Paese che tenta questo genere di operazioni deve essere molto più potente di quello che le subisce e deve essere in grado di mettere insieme una coalizione istituzionale multilaterale in modo da impedire a eventuali “cavalieri bianchi” di fraporsi e proporsi come partner economici alternativi. Inoltre, le aspettative di un futuro conflitto tra i Paesi coinvolti devono essere basse. In assenza di queste condizioni, la politica fatta con i mezzi della finanza fallisce quasi sempre.

A parte la Cina, i Paesi con i più grandi fondi sovrani non presentano alcuna delle caratteristiche che permetterebbero loro di trarre vantaggio politico dalla leva dei loro investimenti. I più grandi SWFs sono in mano a Paesi piccoli e alleati degli Stati Uniti: Norvegia, Singapore, Emirati Arabi Uniti, Qatar, Kuwait. Queste economie hanno il potenziale di infliggere danni alle economie più industrializzate, ma allo stesso tempo causerebbero danni ancora più significativi a esse stesse. Anche quando le aspettative di un conflitto sono molto alte, nessun Paese ha mai provato ad utilizzare la coercizione economica quando i suoi costi superano i costi per il Paese che subisce l'operazione. In teoria, esiste la possibilità che i Paesi con i maggiori fondi sovrani possano dare vita ad una coalizione contro gli U.S.A. o l'Unione Europea, ma su molti temi, in

particolare la politica energetica, i Paesi che si affacciano sul Pacifico e gli esportatori di petrolio hanno interessi di politica estera tra loro divergenti, perciò la probabilità di un'azione coercitiva coordinata contro i mercati più avanzati è abbastanza bassa.

Osservando il comportamento degli investitori sovrani, due fatti sono immediatamente lampanti. In primo luogo, i SWFs talvolta hanno imposto una condizionalità politica ai loro investimenti, ma questa rimane l'eccezione più che la regola. In secondo luogo, i tentativi di condizionalità sono largamente falliti e i successi si sono verificati quando il Paese che riceve l'investimento è molto piccolo e la connessione di carattere politico è stata positiva, anziché negativa. Molti dei timori elencati nella sezione precedente sembrano quindi essere artificiosi o tendenziosi.

In generale, i fondi sovrani concentrano i loro investimenti in *equity* in quelle regioni e quei settori in cui vantano una conoscenza specifica. Il consenso tra gli analisti finanziari è che i SWFs abbiano un approccio passivo e di lungo termine in relazione ai loro investimenti esteri. La gran parte dei recenti investimenti dei fondi sovrani in Paesi OCSE ha riguardato azioni prive di diritto di voto o quote troppo limitate per garantire il controllo delle imprese. Non c'è alcuna evidenza di fondi sovrani che abbiano acquisito imprese in settori strategici per poi distruggerle. Inoltre, molti stati stanno legiferando in modo restrittivo (invocando ragioni legate alla sicurezza nazionale) nei confronti degli investimenti diretti dall'estero, andando oltre i settori legati tradizionalmente alla difesa per includere anche altri settori di “infrastruttura critica”. La definizione di infrastruttura critica, tuttavia, è molto variabile: in Francia, ad esempio, essa include il gioco d'azzardo. Marchick e Slaughter attribuiscono esplicitamente questa espansione delle protezioni allo sviluppo dei fondi sovrani

che svolgono operazioni di fusioni e acquisizioni internazionali.

Anche le preoccupazioni di carattere strategico al riguardo dei fondi sovrani sono poco fondate. Gli analisti finanziari identificano come obiettivo strategico primario dei SWFs l'acquisizione di esperienza e tecnologia che possano agevolare lo sviluppo economico in madrepatria. Molti di questi investimenti sono complementari a un preesistente vantaggio comparato del Paese che li effettua.² Ad esempio, i fondi arabi hanno una buona probabilità di acquisire quote nel settore energetico, mentre il fondo Temasek di Singapore si è dimostrato attivo nelle strutture portuali. Uno studio recente di Monitor Group ha esaminato 785 operazioni di acquisizione da parte dei SWFs dal 2000 a oggi. Il risultato è che gli investimenti in settori strategici (trasporti, difesa, industria aerospaziale, alta tecnologia) costituiscono meno dell'1% del valore complessivo di tutte le operazioni. Anche espandendo la definizione per includere energia e *utilities*, le acquisizioni finalizzate al controllo in settori strategici in Paesi OCSE costituiscono meno del 5% delle operazioni. Una recente analisi del portafoglio dei maggiori fondi sovrani conclude che essi “dimostrano un'inequivocabile preferenza per l'investimento in *equity* nell'economia domestica o nella regione di provenienza.”

Nonostante ciò, alcuni SWFs hanno preso delle decisioni di investimento basate su criteri diversi dalla massimizzazione del profitto. Negli Stati Uniti, CalPERS ha deciso di ritirare i suoi investimenti in aziende che operano in Sudan. La recente campagna “Divest Terror” è stata progettata in modo da utilizzare i fondi pensione pubblici americani per fare pressioni sulle imprese

europee affinché si ritirino dall'Iran. Il fondo norvegese GPFG ha elaborato un elenco di linee guida etiche per regolare i suoi investimenti. Tuttavia, ciò che per un Paese è etica, per un altro è politica. All'inizio del 2008, Muhammad Gheddafi ha minacciato il ritiro degli investimenti del fondo sovrano libico da quelle nazioni africane che opponevano resistenze all'idea di un rafforzamento dell'Unione Africana. Non c'è alcuna evidenza, comunque, che questi tentativi di pressione abbiano sortito un effetto politico. In alcuni casi, come quello libico, la minaccia non si è mai concretizzata sebbene non siano state ottenute le concessioni desiderate. Un recente studio della Banca Centrale Europea ha esaminato i prezzi delle azioni a seguito del rafforzamento dei criteri etici del SWF norvegese e della conseguente decisione di disinvestire da aziende come Wal-Mart e United Technologies. Lo studio non ha rilevato alcun effetto significativo sulle *performance* delle aziende coinvolte o sui tassi di rendimento.

C'è un esempio chiaro di un investitore sovrano che ha utilizzato le sue risorse per ottenere una concessione di natura politica. La State Administration of Foreign Exchange (SAFE) cinese ha acquistato 300 milioni di dollari di obbligazioni del Costa Rica (oltre ad aver elargito 150 milioni di dollari di aiuti svincolati) a condizione che il Costa Rica passasse dal riconoscimento di Taiwan al riconoscimento del governo di Pechino. Il Costa Rica ha rispettato tale condizionalità.

Questo esempio è peculiare per alcune ragioni. Innanzitutto la Cina sta utilizzando il SAFE più come una carota che come un bastone per ottenere la concessione politica dal Costa Rica. I governi percepiscono in modo molto diverso gli incentivi positivi da quelli negativi. I tentativi di pressione dei SWFs nei confronti di Sudan, Iran o Wal-Mart consistevano nel minacciare il ritiro dei

² Questo non è vero in tutti i casi; per esempio, il fondo Mubdala di Abu Dhabi ha preso di mira il settore dell'alta tecnologia e dei servizi legati all'aviazione. Nel dicembre 2007 ha acquisito una quota dell'8% in AMD, un produttore americano di semiconduttori.

finanziamenti, mentre il SAFE offriva una carota. Non sorprende quindi che quest'ultimo tentativo abbia avuto successo. Inoltre, la “diplomazia del libretto di assegni” come quella dell'esempio non è inusuale nella storia dei rapporti tra Cina e Taiwan. L'unica differenza è che in questo caso la fonte del denaro era un fondo sovrano anziché un diverso organo dello stato. Infine, il Paese ricevente era decisamente piccolo. Coerentemente con la teoria delle relazioni internazionali, i Paesi *target* in cui i fondi sovrani possono ottenere la massima leva politica sono i Paesi più piccoli e poveri.

Sebbene questo complichino alcune valutazioni di politica estera, non rappresenta una minaccia diretta per l'Occidente. L'ultimo *World Investment Report* dell'UNCTAD conclude che, fino ad oggi, tre quarti degli investimenti diretti esteri da parte dei SWFs si sono concentrati sui Paesi avanzati, e in particolare Germania, Stati Uniti e Regno Unito. I tentativi di diversificare gli investimenti dei fondi sovrani nei Paesi in via di sviluppo saranno complessi. La maggior parte delle altre attività sul mercato non sono né abbastanza grandi, né abbastanza aperte per venire incontro alle esigenze dei SWFs. Le grandi giurisdizioni che si basano sull'economia di mercato, ovvero Giappone, U.S.A. e Unione Europea, rimangono le uniche sufficientemente ampie e liquide per assorbire flussi pari a alcune migliaia di miliardi di dollari. Al contrario, il valore totale di tutti i titoli scambiati in America Latina, Africa e Medio Oriente è inferiore a 8.000 miliardi di dollari. Semplicemente, i fondi sovrani non possono permettersi di investire grandi quote dei loro portafogli nei Paesi in via di sviluppo senza incorrere in un rischio eccessivo. Peraltro, i paesi in via di sviluppo sono sensibilmente più protezionisti nei confronti degli investimenti dall'estero.

Nel tempo, man mano che i SWFs acquisiscono sempre più *asset* all'estero, il loro potere negoziale potrebbe aumentare. Vi è tuttavia una complessa interdipendenza generata dai fondi sovrani che va nell'interesse di entrambe le parti coinvolte. Di certo gli Stati Uniti hanno bisogno dei SWFs per finanziare il loro ampio deficit delle partite correnti, ma se è vero che alcuni Paesi necessitano di questi investimenti, è anche vero che gli esportatori di capitali hanno bisogno che gli U.S.A. e l'Europa mantengano i loro mercati aperti agli investimenti dall'estero.

L'argomento secondo cui i fondi sovrani cooptano i portatori di interessi nei Paesi in cui investono non è tanto sbagliato quanto incompleto. L'interdipendenza agisce anche in senso opposto, infatti i soggetti privati potrebbero beneficiare del loro rapporto con un SWF nel momento in cui volessero operare nel Paese di origine del fondo. È possibile, ad esempio, che Blackstone abbia ottenuto un accesso preferenziale al mercato cinese a seguito dell'investimento di CIC nel suo capitale. Dopo tale investimento, Blackstone ha annunciato di aver acquisito una quota del 20% di un'azienda chimica cinese controllata dal settore pubblico oltre a un edificio di lusso nel centro di Shanghai. Inoltre ha dichiarato che ha intenzione di aprire una sede a Pechino per facilitare ulteriori transazioni, facendo affidamento su CIC per l'assistenza nelle operazioni in Cina. Mentre Blackstone otteneva questi successi, gli altri fondi di *private equity* incontravano una fiera resistenza a investimenti dello stesso genere in Cina.

Quest'ultima osservazione circa l'interdipendenza trova una conferma nel procedimento messo in atto dal Fondo Monetario Internazionale per scrivere un codice di condotta per i fondi sovrani. Nell'autunno del 2007 questo tema era al centro delle discussioni sulla *governance* finanziaria mondiale poiché l'ingresso di SWFs nel capitale di preminenti istituzioni finanziarie aveva suscitato

grosse preoccupazioni. A seguito delle sollecitazioni di U.S.A. e Francia, i ministri del G-7 stabilirono che fosse compito delle istituzioni internazionali, così come dell'OCSE, stilare un codice di condotta che definisse le norme di comportamento nei confronti dei fondi sovrani. Mentre il FMI doveva occuparsi di un codice di condotta per i SWFs, dall'OCSE ci si aspettava un regolamento per i Paesi che ricevono gli investimenti dei fondi sovrani.

Le reazioni iniziali da parte dei SWFs sono state le più disparate. Russia e Cina, in particolare, hanno espresso scetticismo in relazione all'ordine del giorno del FMI ancora prima che questo venisse approvato dal Board of Governors. Gao Xiqing, presidente della China Investment Corporation, ha dichiarato a *60 Minutes* che un codice dell'FMI potrebbe “solo ferire i sentimenti” e ha definito l'idea come “politicamente stupida.” In aprile, il direttore generale della Kuwait Investment Authority (Al Sa'ad) ha dichiarato che “i Paesi destinatari degli investimenti stanno mettendo le manette ai fondi sovrani sotto forma di regolamentazioni, definite, nella migliore tradizione della Neolingua di orwelliana memoria, come codice di condotta o principi di operatività o *best practice*... ci dovrebbero essere dei limiti alla trasparenza. La trasparenza completa genererebbe più domande che risposte.”

Nonostante i timori dei Paesi originari dei fondi sovrani, un accordo sul codice di condotta è stato raggiunto nell'autunno del 2008, dopo che per tutto l'anno i Paesi destinatari avevano iniziato a porre in essere restrizioni agli investimenti dei SWFs. Gli Stati Uniti hanno iniziato a formulare delle linee guida in applicazione del Foreign Investment and National Security Act (FINSIA, 2007) che fu approvato a seguito dell'insuccesso dell'operazione di Dubai Ports World di cui si è fatto cenno in precedenza. L'Australia e l'Unione Europea hanno creato delle loro linee guida

volontarie per un codice di condotta. Il presidente della Commissione Europea ha dichiarato che una legislazione vincolante è una possibilità, aggiungendo che “non possiamo permettere che i fondi extra-europei vengano gestiti in un modo oscuro o utilizzati per implementare strategie geopolitiche.” Sia l'OCSE che il FMI hanno segnalato ai gestori dei fondi sovrani che, a meno che essi non dimostrino una maggiore trasparenza, troveranno in futuro sempre più mercati chiusi ai loro investimenti.

In conclusione, sembra che gli importatori di capitale abbiano un potere contrattuale maggiore rispetto agli esportatori di capitale. Ad esempio, il Dipartimento del Tesoro americano ha convinto l'ADIA e la Government Investment Corporation di Singapore a stabilire congiuntamente una serie di regole di *policy* sul tema dei rapporti tra SWFs e Paesi destinatari degli investimenti. Tra queste regole, c'è l'impegno a rispettare degli standard di *governance* e di trasparenza, oltre alla promessa di utilizzare criteri economici e non politici nella scelta degli investimenti. In questo modo, il gruppo del G-7 ha, di fatto o di diritto, ottenuto un impegno alla trasparenza dai fondi sovrani che controllano più di metà di tutti gli investimenti dei SWFs, includendo i tre maggiori fondi. Entro settembre, l'International Working Group del FMI ha trovato l'accordo su un codice di condotta volontario che presenta principi molto simili a quelli espressi in precedenza dagli Stati Uniti e finalizzati alla formulazione di linee guida da pubblicare nell'autunno 2008.

3. La dimensione autoritaria

I fondi sovrani con sede in paesi con regimi autoritari sono differenti da quelli con sede in Paesi democratici? Sì e no. Da una parte, c'è una forte relazione tra la trasparenza dei SWF e le caratteristiche politiche del Paese di origine. Infatti la trasparenza nella gestione dei soggetti di

investimento governativi è positivamente correlata con lo stato di diritto e la *accountability* democratica. Test statistici dimostrano anche una forte correlazione positiva tra le libertà civili e politiche di un Paese e la qualità e la trasparenza dei suoi fondi sovrani³. Non sorprende che i SWFs con sede nei Paesi OCSE siano molto più trasparenti di quelli con sede nei Paesi in via di sviluppo.

Tuttavia, non vi sono prove evidenti che i regimi autoritari abbiano sfruttato la loro opacità per ottenere rendimenti superiori al mercato o per investire il loro capitale in modo più paziente. Le recenti esperienze di Russia e Cina sono emblematiche in questo senso. La China Investment Corporation ha subito molte critiche in patria per il suo investimento in Blackstone, dopo che il valore delle azioni è crollato del 40%. Il sistema con cui CIC è finanziata, ovvero attraverso un'emissione obbligazionaria sul mercato domestico, anziché tramite un esplicito trasferimento di riserve valutarie dalla SAFE, le impone di cercare di massimizzare il tasso di rendimento di breve periodo. La *performance* di CIC ha esacerbato le tensioni tra il ministro delle finanze cinese e la banca centrale a proposito della gestione delle riserve ufficiali. Pochi mesi dopo l'investimento in Blackstone, Lou Jiwei, direttore della CIC, ha ottenuto un risultato peggiore delle attese nelle elezioni per il Comitato Centrale. In risposta ai passi falsi della CIC, la State Administration of Foreign Exchange (SAFE) ha iniziato a operare come un fondo sovrano, aggiungendo ulteriore confusione alla strategia di investimenti all'estero. Analogamente, la banca centrale russa è stata oggetto di aspre critiche in Russia quando è stato rivelato che aveva in portafoglio oltre 100 miliardi in titoli di Fannie Mae e Freddie Mac. In risposta a ciò, la banca ha

ridotto la sua esposizione del 40%, ma per fare questo ha dovuto vendere i titoli a prezzi bassi.

Un errore di valutazione comune tra gli analisti nei Paesi democratici è presumere che i regimi autoritari non abbiano alcun vincolo all'interno e che pertanto agiscano sempre in modo unitario e strategico. Questo è semplicemente falso. I regimi autoritari possono non prevedere elezioni democratiche, ma hanno comunque a che fare con le fazioni all'interno degli apparati burocratici, il dissenso interno, la pressione dei gruppi di interesse e i costi in termini di reputazione. Inoltre, sebbene le ragioni politiche per l'istituzione di fondi sovrani da parte di questi regimi siano molto solide, essi devono comunque fronteggiare l'accusa di incongruenza nell'investire miliardi di dollari di denaro pubblico nei Paesi industrializzati e allo stesso tempo tollerare grandi sacche di povertà in patria. In Cina, Russia e Singapore i governi hanno dovuto fronteggiare numerose critiche interne sui fondi sovrani; negli Emirati Arabi Uniti i governi hanno dovuto rispondere ad accuse di corruzione. In diversi modi, dunque, i regimi autoritari possono avere a che fare con limitazioni tanto significative quanto quelle delle democrazie, tali da ostacolare la pianificazione strategica di lungo periodo.

Per questo motivo, la preoccupazione che i fondi sovrani possano costituire una strategia alternativa di sviluppo è probabilmente esagerata. Come ha osservato l'anno scorso Kenneth Rogoff in un'audizione al Congresso: “La tradizione vuole che i governi perdano ingenti somme di denaro sui mercati finanziari. Probabilmente questa tradizione non finirà affatto presto.” In effetti, alcuni SWFs con sede in Nigeria ed Ecuador sono falliti in passato. Un recente studio econometrico ha esaminato 53 acquisizioni di *equity* da parte di fondi sovrani dal 1989 al 2008 e ha concluso che i rendimenti realizzati nel corso di 2 anni “anormali” ammontano in media al - 41%. Il

³ Si rimanda al capitolo 3 per una discussione più estesa di questo punto.

McKinsey Global Institute stima che, fino al luglio 2008, i SWFs hanno complessivamente perso 14 miliardi di dollari nei recenti investimenti nei mercati finanziari. Probabilmente il successivo crollo dei mercati finanziari ha ingigantito queste perdite, ponendo ulteriore pressione sui fondi sovrani affinché difendano con i loro investimenti i mercati dei capitali domestici. Facendo un passo indietro, se è vero che il fenomeno dei fondi sovrani giustifica una maggiore sorveglianza, le preoccupazioni al riguardo non dovrebbero essere esagerate. Tuttavia, dal punto di vista delle relazioni internazionali, i timori non sono sorprendenti. Investitori poco trasparenti con patrimoni di alcuni miliardi di dollari in un mercato da 200 miliardi di dollari non hanno alcuna conseguenza, ma quei soggetti diventano più rilevanti quando detengono migliaia di miliardi. Inoltre, un approccio realistico al problema impone di ritenere che l'evidenza passata di comportamenti virtuosi non sia affatto garanzia di futuri comportamenti altrettanto virtuosi. Le preoccupazioni sui fondi sovrani sono spesso espresse in termini di *Realpolitik*. Come Jeffrey Garten ha scritto l'anno scorso sul *Financial Times*, "chi sa come saranno i governi della Cina, della Russia e dell'Arabia Saudita tra dieci anni e quali saranno i loro fini politici?" Data l'incertezza circa gli schieramenti politici dei Paesi che costituiscono i fondi sovrani maggiori e dei Paesi che ne ricevono gli investimenti principali, non è molto sorprendente che questi ultimi Paesi vogliano creare delle strutture di *governance* che impongano agli investitori stranieri di segnalare le loro intenzioni. Sebbene l'iniziativa del FMI sulla trasparenza possa alleviare alcuni timori, la tendenza all'espansione delle barriere agli investimenti dall'estero legate alla sicurezza nazionale è destinata a continuare.

4. Alcuni punti critici

Non sembra probabile che i fondi sovrani sconvolgano i mercati finanziari delle economie occidentali attraverso le loro strategie di investimento. Tuttavia, essi sono sintomatici di altri problemi. La crescita dei SWFs evidenzia gli squilibri macroeconomici presenti nell'economia globale. In futuro essi danneggeranno gli sforzi di promozione della democrazia. Inoltre essi minacciano di far diminuire il grado di cooperazione nella gestione della finanza globale. Come già osservato in precedenza, i fondi sovrani sono semplicemente l'ultima manifestazione della crescita esplosiva delle risorse possedute da investitori ufficiali, che vanno dalle riserve valutarie alle imprese pubbliche. I consumi degli Stati Uniti hanno contribuito a mantenere per lungo tempo i prezzi dell'energia su un livello elevato. Un basso tasso di risparmio dell'economia americana, combinato con la manipolazione dei tassi di cambio da parte di altri Paesi, ha permesso ad alcune economie dell'Asia orientale di aumentare i loro surplus di parte corrente. Queste sono le cause macroeconomiche che portano i governi stranieri a espandere i loro fondi sovrani. Affrontare gli squilibri globali al più presto sarà un grande passo in avanti affinché i fondi sovrani cessino di essere un rilevante problema politico. Ad esempio, un aumento del tasso di risparmio degli americani aiuterebbe a ridurre il grande deficit corrente che sta alimentando la crescita dei fondi sovrani nell'Asia orientale. Una riduzione della domanda di energia farebbe diminuire anche la crescita dei SWFs creati dagli esportatori di petrolio, anche se una riduzione del genere sarebbe in parte compensata da un aumento della domanda altrove nel mondo. I trend recenti indicano che le forze del mercato si stanno muovendo nella direzione desiderata. Negli ultimi anni il *renminbi* cinese si è apprezzato del 20% nei confronti del dollaro. Gli alti prezzi dei

carburanti, inoltre, contribuiranno a maggiori sforzi in difesa dell'ambiente e ad una minore domanda di energia.

L'ascesa dei fondi sovrani avrà anche alcuni effetti indiretti negativi per quanto riguarda la politica estera americana. I SWFs danneggeranno gli sforzi di promozione della democrazia. Questi veicoli di investimento sono complici nel garantire la sopravvivenza dei regimi che vivono grazie alla rendita da risorse naturali, e che quindi non necessitano di un aumento del reddito dei loro cittadini. La democratizzazione è un compito molto più difficile per gli Stati Uniti se i governi che ne costituiscono l'obiettivo hanno migliaia di miliardi di dollari in attività per "comprare" il dissenso interno. Inoltre i governi autoritari nel Medio Oriente e nell'Asia orientale saranno in grado di sopportare meglio le recessioni che avrebbero altrimenti minacciato i loro regimi politici. I fondi sovrani, infatti, sono un mezzo attraverso il quale i regimi autoritari possono mettersi al riparo dalle vicissitudini del mercato libero. Come la crisi finanziaria in Asia ha dimostrato dieci anni fa, gli shock del mercato possono far crollare i regimi autoritari. I fondi sovrani, combinati con l'aumento continuo delle riserve ufficiali, possono prevenire le crisi economiche prima che queste travolgano le strutture autoritarie di potere. Infatti, il comportamento degli investitori sovrani russi durante la fase più acuta della crisi finanziaria dimostra questa tesi.

In modo ancora più perverso, la crescita dei fondi sovrani, unita al crescente nazionalismo e all'antiamericanismo dei Paesi esportatori di capitali, potrebbero portare gli U.S.A. a essere sempre meno *interessati* a delle transizioni democratiche in quei Paesi. Basti immaginare l'effetto di una rivoluzione populista o fondamentalista in Arabia Saudita o negli emirati del Golfo. L'antiamericanismo dilagante nella

popolazione araba potrebbe incoraggiare il nuovo governo a vendere di proposito gli investimenti sovrani negli Stati Uniti per gettare nel panico il mercato finanziario. Sebbene queste mosse possano essere economicamente disastrose per quei Paesi, non sono del tutto inconcepibili nella fase di insediamento di un regime rivoluzionario. Anche se la Cina e gli emirati del Golfo dovessero diventare gradualmente democratici, è facile immaginare che i parlamenti nazionalisti userebbero i fondi sovrani per limitare le azioni degli U.S.A.. I SWFs nelle società democratiche hanno voluto inserire delle condizionalità politiche nei loro mercati dei capitali. Come si è detto in precedenza, alcuni gruppi di interesse hanno pensato di utilizzare le risorse finanziarie dell'America per influenzare il comportamento di soggetti stranieri in Sudan, Iran e Russia. Non c'è alcun motivo per aspettarsi che gli altri Paesi democratici e dotati di capitali si comportino diversamente.

C'è una ultima, più seria, considerazione. La crescita dei fondi sovrani deve essere considerata nel contesto di altri cambiamenti nell'economia politica globale. I cambiamenti politici, tecnologici e nella distribuzione del potere fanno sì che il gioco della finanza assomigli sempre più al gioco della sicurezza. Come ha osservato Charles Lipson 25 anni fa, un fattore chiave nella spiegazione degli alti livelli di cooperazione nell'economia globale era l'assenza di una stretta connessione tra i mercati. Storicamente, il fatto che una potenza venisse meno alle regole del gioco non aveva di solito un effetto drammatico e immediato sull'economia internazionale. La globalizzazione della finanza, combinata con la rinascita di potenti soggetti sovrani nei mercati finanziari, cambia questa equazione. Come ha osservato Larry Summers (2007) gli attuali squilibri macroeconomici generano delle inquietudini di carattere geopolitico legate

all'"equilibrio del terrore finanziario" ("the balance of financial terror"): in altre parole gli USA sono ben consci del fatto che l'interruzione dei flussi di finanziamento del loro deficit corrente potrebbe generare dei costi per i loro stessi finanziatori (cioè i paesi emergenti) tali da indurli a non interrompere il finanziamento.

Lo spostamento di attività pubbliche dalle banche centrali verso i fondi sovrani e le imprese controllate dallo stato aumenta questi timori. Le misure a favore della trasparenza non possono eliminare del tutto le preoccupazioni circa le possibilità e le intenzioni dei potenti soggetti sovrani. Queste preoccupazioni, unite alla stretta interdipendenza dei mercati finanziari di oggi, porteranno la struttura degli incentivi nella finanza globale ad assomigliare a quella della sicurezza internazionale. Ciò non significa necessariamente che avrà luogo l'equivalente finanziario della Seconda Guerra Mondiale. Tuttavia significa che i *policymaker* devono essere sempre più coscienti di questa possibilità.

Bibliografia

Balding Christopher, "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds," Working paper, Milken Institute, giugno 2008.

Beck Roland e Fidora Michael, "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets," European Central Bank Occasional Paper Series n. 91, luglio 2008.

Beck Roland e Fidora Michael, "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets".

Bernanke Benjamin, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 marzo 2005.

Crescenzi Mark, "Economic Exit, Interdependence, and Conflict." *Journal of Politics* 65 (Agosto 2003): 809-832.

Dafoe Whitehead Barbara, "A Nation in Debt," *The American Interest* 3 (luglio-agosto 2008).

Drezner Daniel W., *The Sanctions Paradox* (Cambridge: Cambridge University Press, 1999).

Drezner Daniel W., *The Sanctions Paradox*, capitolo 4.

Farrell Diana, Lind Susan e Sadan Koby, "The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets." McKinsey Global Institute, luglio 2008.

Fotak Veljko, Bortolotti Bernardo e Megginson William, "The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies," Working paper, University of Oklahoma, giugno 2008, accessibile presso SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1108585>.

Halliday Fred, "Sovereign Wealth Funds: power vs principle," openDemocracy, 5 marzo 2008, <http://www.opendemocracy.net/node/35949/pdf>.

Kirshner Jonathan, *Currencies and Coercion* (Princeton: Princeton University Press, 1995).

Lipson Charles "International Cooperation in Economics and Security Affairs." *World Politics* 37 (ottobre 1984): 1-23.

Miracky William, Dyer Davis, Fisher Drosten, Goldner Tony, Lagarde Loic e Piedrahita Vicente, "Assessing the Risks: The Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy," Monitor Group, giugno 2008.

Mitchell Olivia, Piggott John e Kumru Cagri, "Managing Public Investment Funds: Best Practices and New Challenges." NBER Working Paper 14078, giugno 2008.

"Sovereign Wealth Funds and the Global Private Equity Landscape," Norton Rose, giugno 2008,



<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/2008/pub15287.aspx?page=all&lang=en-gb>.

Steil Benn e Litan Robert, *Financial Statecraft*
(New Haven: Yale University Press, 2006).