



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

I FONDI SOVRANI:

NASCITA, EVOLUZIONE E STRATEGIE DI INVESTIMENTO

Terriaca, Daniele

*A thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy
at Sapienza, University of Rome in 2015*

*Sviluppo Economico, Finanza e Cooperazione
Internazionale*

Referees

Prof. Filippo Reganati (supervisor)

Prof. Roberto Pasca di Magliano (coordinatore)

'Dove non sia forza di carattere nessuna vittoria e' possibile.'

Arturo Graf, 1908

Declaration by author

This thesis is composed of my original work, and contains no material previously published or written by another person except where due reference has been made in the text. I have clearly stated the contribution by others to jointly-authored works that I have included in my thesis.

I have clearly stated the contribution of others to my thesis as a whole, including statistical assistance, survey design, data analysis, significant technical procedures, professional editorial advice, and any other original research work used or reported in my thesis. The content of my thesis is the result of work I have carried out since the commencement of my research higher degree candidature and does not include a substantial part of work that has been submitted to qualify for the award of any other degree or diploma in any university or other tertiary institution. I have clearly stated which parts of my thesis, if any, have been submitted to qualify for another award.

I acknowledge that copyright of all material contained in my thesis resides with the copyright holder(s) of that material. Where appropriate I have obtained copyright permission from the copyright holder to reproduce material in this thesis.

Terriaca Daniele

Publicazioni durante il ciclo di dottorato

1. E. Sovarino, D. Terriaca (2011), "Il ruolo delle rimesse nell'economia globale", Rapporto sul Commercio Estero, ICE-ISTAT, Appendice al capitolo 1.
2. R. Orlandi, D. Terriaca (2011), "Il contesto internazionale – Scambi di internazionali: commercio e investimenti diretti", Rapporto sul Commercio Estero, ICE-ISTAT, 13-31.
3. R. Pasca, D. Terriaca (2011), "150 anni dopo, il Sud é ancora al palo", Charta Minuta, anno 4 n. 3, 45–51.
4. R. Pasca, E. Sovarino, D. Terriaca (2011), "L'internazionalizzazione dell'economia nell'ottica degli investimenti diretti esteri", Discussion Paper, Cidem – La Sapienza.
5. L. Rotili, D. Terriaca (2011), "Lo sviluppo dell'economia globale", in R. Pasca (2013), "Percorsi dello Sviluppo", Nuova Cultura, 15–33.

Publicazioni precedenti al ciclo di dottorato

6. R. Pasca, D. Terriaca (2010), "Una strategia italiana al servizio del continente nero", Charta Minuta, anno IV n. 3, pp. 64-71.
7. R. Orlandi, D. Terriaca (2010), "Il Contesto internazionale – Scambi di internazionali: commercio e investimenti diretti", "Rapporto sul Commercio Estero", ICE-ISTAT.
8. D. Terriaca (2010), L'Africa Sub-Sahariana nel contesto internazionale, "Evoluzione del commercio estero per aree e settori", ICE-Prometeia, 95-96.
9. D. Terriaca (2010), Le importazioni dei Paesi del Resto Europa, "Evoluzione del commercio estero per aree e settori", ICE-Prometeia, 45-49.
10. L. De Benedictis, D. Terriaca (2009), Il Territorio, "Rapporto sul Commercio Estero", ICE-ISTAT, 219-250.

Contributo di altri alla realizzazione della tesi

Nessuno

Parti della tesi utilizzate per premi o altro

Nessuno

Keywords

JEL: F21 - International Investment; Long-Term Capital Movements; F23 - Multi-national Firms; International Business; O160- Economic Development

Indice

1	Introduzione del progetto di ricerca	
1.1	Natura del progetto	1
1.2	Obiettivi e research questions	1
1.3	Outline della tesi	4
2	Il nuovo contesto internazionale e le origini dei Sovereign Wealth Fund	
2.1	Introduzione	5
2.2	L'ascesa dei paesi emergenti	7
2.3	Sovereign Wealth Fund nei mercati internazionali	10
2.3.1	Definizione e origine	11
2.3.2	I volumi e le attività di investimento	18
2.3.3	Trasparenza e regole virtuose	24
2.4	Conclusioni	28
	Bibliografia	
3	Le determinanti macroeconomiche dei Swf: un'analisi empirica dei fatti stilizzati	
3.1	Introduzione	34
3.2	Il processo di accumulazione delle riserve	35
3.3	Partite correnti e conto capitale: alcune considerazioni	36
3.4	Le motivazioni alla base dell'accumulo degli asset stranieri	38
3.4.1	La gestione delle riserve: un'applicazione dei paesi con Swf "commodity"	40
3.5	Approccio empirico	45
3.5.1	Analisi introduttiva dei dati	45
3.5.2	Il modello econometrico di riferimento	50
3.5.3	Analisi dei risultati	55
3.6	Conclusioni	66

Bibliografia

3.7 Appendice	72
-------------------------	----

4 Scelte di localizzazione e diversificazione settoriale: una nuova classificazione dei Sovereign Wealth Fund

4.1 Introduzione	80
4.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali: quale ruolo per i Sovereign Wealth Fund?	81
4.2.1 Le recenti dinamiche degli investimenti diretti esteri	81
4.2.2 Il contributo dei Swf nei movimenti internazionali di capitale	83
4.3 Rassegna della letteratura sulle attività dei Swf	86
4.3.1 Impatti post acquisizione	87
4.3.2 Selezione dell'impresa target: considerazioni micro e macroeconomiche	88
4.4 Analisi delle scelte di investimento	91
4.4.1 La raccolta dati	91
4.4.2 Le attività dei Sovereign Wealth Fund	93
4.5 Risultati empirici	98
4.5.1 L'approccio della cluster analysis	98
4.5.2 Analisi dei risultati	100
4.6 Conclusioni	108

Bibliografia

4.7 Appendice	120
-------------------------	-----

5 Le caratteristiche di investimento dei Fondi Sovrani: un'analisi multi-livello

5.1 Introduzione	139
5.2 Analisi preliminari sui dati	141
5.3 Metodologia di analisi	146
5.3.1 L'utilizzo di uno stimatore Tobit	147
5.3.2 Ipotesi "statica": approccio metodologico	150
5.3.3 Ipotesi "dinamica": approccio metodologico	157
5.4 Conclusioni	164

Bibliografia

6	Considerazioni conclusive e possibili sviluppi della ricerca	
6.1	Considerazioni conclusive	172
6.2	Possibili sviluppi futuri	175

Elenco delle tabelle

2.1	Incidenza delle esportazioni Sud-Sud	8
2.2	Contributo del continente asiatico	9
2.3	I principali Fondi Sovrani: dimensione e obiettivi	21
2.4	Investimenti dei Swf per area geografica	23
2.5	Analisi degli indicatori di trasparenza (2012)	27
3.1	Motivazioni alla base dell'accumulazione di riserve straniere	40
3.2	Statistiche descrittive	46
3.3	Descrizione delle variabili	49
3.4	Hausman test	54
3.5	Segni attesi delle variabili utilizzate nei modelli testati	55
3.6	Modello Completo	57
3.7	Modello post globalizzazione (Year>1989)	59
3.8	Modello caratteristiche istituzionali	61
3.9	Risultati delle stime Logit RE	63
3.10	Odds ratio delle partizioni testate	64
3.11	Two-sample t test fuel exp	72
3.12	Two-sample t test goods exp	72
3.13	Two-sample t test res ed	72
3.14	Two-sample t test ca gdp	73
3.15	Two-sample t test gdp gro	73
3.16	Two-sample t test gdp pc gro	73
3.17	Two-sample t test fdi in	74
3.18	Two-sample t test fdi out	74
3.19	Two-sample t test gross sav	74
3.20	Two-sample t test infl	75
3.21	Two-sample t test ext:debt	75
3.22	Matrice di correlazione per l'intero campione	76
3.23	Wald test	77

4.1	Distribuzione degli Ide in uscita (% sul totale)	83
4.2	Attivita' dei Swf	92
4.3	Orientamento geografico	94
4.4	Distribuzione degli investimenti per codice Nace	96
4.5	Investimenti nei settori Pavitt	97
4.6	Test per la numerosita' dei cluster	100
4.7	MANOVA	105
4.8	Significativita' variabili	105
4.9	Composizione cluster	107
4.10	Statistiche descrittive per cluster	111
4.11	Risultati regressione multivariata	112
4.12	Suddivisione Aree geografiche/Paesi	120
4.13	Descrizione variabili	121
4.14	Distribuzione degli investimenti dei Swf per area geografica (% sul totale)	122
4.15	Suddivisione investimenti cluster/Macro Area (% sul totale di co- lonna/riga)	123
4.16	Distribuzione % degli investimenti in Africa sub-Sahariana	124
4.17	Distribuzione % degli investimenti in Africa settentrionale	125
4.18	Distribuzione % degli investimenti in America centro-meridionale	126
4.19	Distribuzione % degli investimenti in America settentrionale	127
4.20	Distribuzione % degli investimenti in Asia centrale	128
4.21	Distribuzione % degli investimenti in Asia orientale	129
4.22	Distribuzione % degli investimenti in Medio Oriente	130
4.23	Distribuzione % degli investimenti in Oceania	131
4.24	Distribuzione % degli investimenti nei Paesi europei non Ue	132
4.25	Distribuzione % degli investimenti nell'Unione europea	133
5.1	Distribuzione degli investimenti dei Swf	141
5.2	Investimenti per area geografica e attivita' economica	143
5.3	Distribuzione territoriale degli investimenti per tipologia di fondo	145
5.4	Distribuzione settoriale degli investimenti per tipologia di fondo	146
5.5	Descrizione delle variabili utilizzate nel modello statico	149
5.6	Modello statico solo per le variabili <i>country characteristics</i>	153
5.7	Modello statico: <i>country characteristics</i> e <i>Swf characteristics</i>	156
5.8	Descrizione delle variabili utilizzate nel modello dinamico	159

5.9	Modello dinamico completo	160
5.10	Modello dinamico con selezione geografica	163

Elenco delle figure

2.1	La dinamica degli Ide in uscita	10
2.2	Evoluzione storica dei Swf	12
2.3	Suddivisione dei Swf per fonte di finanziamento	14
2.4	Composizione del portafoglio per tipologia di Swf (sul valore)	16
2.5	Gli asset dei Fondi Sovrani (bil. dollari)	18
2.6	Investimenti dei Swf (2000-2012)	20
2.7	Distribuzione settoriale (2011-2012) -% del valore-	24
3.1	Equilibrio tra domanda e offerta di commodity	44
3.2	Fondi Sovrani e Rule of Law	48
3.3	Distribuzione geografica dei Swf	78
3.4	Analisi curve Roc	79
4.1	Gli investimenti diretti esteri dei Swf (2005-2012) -mil. dollari-	84
4.2	Dendogramma per la clusterizzazione	101
4.3	Analisi stake cluster/Macro Area (valori medi)	134
4.4	Analisi stake cluster/Nace (valori medi)	135
4.5	Matrice corrispondenze 1	136
4.6	Matrice corrispondenze 2	137
4.7	Matrice corrispondenze 3	138
5.1	Distribuzione degli investimenti (2003-2013)	142

1 Introduzione del progetto di ricerca

1.1 Natura del progetto

Questo lavoro e' frutto delle varie fasi di ricerca, e professionali, che mi hanno accompagnato durante il percorso formativo del XXV esimo ciclo del dottorato in "Sviluppo Economico, Finanza e Cooperazione Internazionale".

La pluralita' degli interessi accademici e il progressivo mutamento delle attivita' svolte all'interno del Dipartimento mi hanno spinto a strutturare la tesi come una raccolta di tre saggi che, nonostante siano legati tra di loro da un comune denominatore, mantengono una propria indipendenza sia nei contenuti sia nell'approccio econometrico utilizzato, favorendo di conseguenza anche una lettura separata degli stessi.

Tali elaborati hanno come "perno" di ricerca i c.d. Fondi di investimento sovrano (*Sovereign Wealth Fund*), argomento di crescente interesse non solo per le attivita' di ricerca connesse al Dipartimento ma anche per l'attualita' di questo fenomeno nello scenario internazionale e italiano.

1.2 Obiettivi e research questions

L'obiettivo dell'intero progetto di ricerca, partendo dalla letteratura di riferimento, e' quello di evidenziare nuovi elementi di interesse "accademico" e, tramite appropriati approcci econometrici, indagare alcuni aspetti rilevanti che possono essere rintracciati nelle seguenti, e specifiche per ogni singolo capitolo, *research questions*:

1. Il ruolo dei *Sovereign Wealth Fund* nel mutato scenario internazionale

Lo scenario internazionale ha assunto nel corso degli anni un connotato "multipolare" nel quale le economie emergenti stanno sempre piu' assumendo un ruolo di

centralita'. In questo nuovo contesto si inseriscono i *Sovereign Wealth Fund (Swf)*, ovvero investitori ad alto potenziale, la cui popolarita' e' cresciuta notevolmente durante la recente crisi finanziaria quando si sono affermati, pur mantenendo la loro impostazione strategica, come un canale alternativo per stabilizzare la limitata disponibilita' di finanziamento destinata alle imprese.

2. Quali sono le condizioni macroeconomiche che favoriscono la realizzazione di un *Sovereign Wealth Fund*?

La creazione di un fondo sovrano e' correlata ad una serie di motivazioni ognuna delle quali corrisponde ad un preciso obiettivo di politica economica; pur non esistendo dei modelli teorici attraverso i quali individuarne, con precisione, i motivi alla base della loro realizzazione (Das et al. 2009), la recente letteratura accademica pone tra le principali spiegazioni il notevole accumulo di capitale (di natura corrente e finanziaria) e, in alcuni casi, anche la volonta' delle nazioni stesse di voler rafforzare il proprio ruolo nei mercati internazionali (Clark e Monk, 2011; Hatton e Pistor, 2011). Allo stesso modo e' possibile rinvenire anche alcuni elementi ostativi quali la mancanza di capitale umano adeguato (soprattutto nelle realta' emergenti) o la presenza di istituzioni non efficienti (Kauffman et al. 2010).

Il secondo capitolo del lavoro nasce con la finalita' di evidenziare alcuni fatti stilizzati ed identificare nuove assunzioni rispetto alla letteratura di riferimento (Aizenman e Glick, 2008; Zylinski, 2009) prendendo in considerazione un set piu' ampio di informazioni che ha permesso non solo di incrementare la numerosita' dei paesi censiti ma anche di poter studiare l'evoluzione del fenomeno lungo un ampio orizzonte temporale e non solo in modo *cross-section*.

L'approccio sulle determinanti della creazione dei Swf ha successivamente stimolato un nuovo argomento di ricerca alimentato dalla seguente domanda:

3. Partendo dalle scelte di localizzazione e dalla gestione *settoriale* del portafoglio e' possibile giungere a una nuova classificazione dei *Sovereign Wealth Fund*?

L'universo e le attivita' dei fondi sovrani appaiono particolarmente eterogenee e, nonostante siano in essere sin dagli anni '50, solamente di recente e' stato possibile ottenere sia una definizione di tali strumenti (Rozanov, 2005; Truman, 2008; Balding, 2008; Bortolotti et al., 2008) sia una varieta' di classificazioni sulla base

delle loro caratteristiche principali (Klitzing et al., 2010; Kunzel et al., 2011). Per quanto riguarda invece le attività di investimento, la letteratura di riferimento pone l'attenzione da un lato all'analisi delle performance aziendali post acquisizione (Bortolotti et al., 2008; Kotter e Lel, 2009; Fernandes, 2009; Dewenter et al., 2009; Beck e Fidora, 2009) dall'altro invece mira a evidenziare le determinanti, macro e micro economiche, che guidano le scelte di portafoglio (Del Guercio e Hawkins, 1999; Boubakri et al., 2011; Chhaochharia e Laeven, 2009).

Partendo dagli approcci accademici indicati, l'obiettivo del lavoro è stato quello di implementare questo filone di ricerca per giungere ad una nuova partizione che non prendesse in considerazione solo gli elementi strutturali dei Swf ma che facesse riferimento anche alle particolari attività di investimento portate avanti da questi strumenti.

Per questa finalità all'interno del terzo capitolo si è provveduto alla creazione di uno specifico dataset che, oltre a raccogliere importanti informazioni di natura descrittiva (localizzazione geografica/settoriale, stake acquisito, ecc.), è stato funzionale a una successiva indagine attraverso una tecnica nota come *cluster analysis*.

4. Gli investimenti dei Swf possono essere determinati da elementi di natura macroeconomica?

La letteratura sulle attività di investimento dei fondi sovrani si è focalizzata prevalentemente sulle caratteristiche micro-economiche delle imprese target e sugli impatti post acquisizione.

Solamente di recente l'attenzione accademica ha spostato il suo perimetro di indagine sulla necessità di identificare alcuni elementi di natura macro, afferenti al sistema economico di destinazione, che in qualche modo possono influenzare i flussi di acquisizione portati avanti da tali strumenti (Lecourt et al., 2012; Megginson et al., 2013; Cialorne e Miceli, 2014).

Utilizzando un campione del dataset appositamente realizzato, nel quale si sono considerati non solo gli aspetti del paese ricevente ma anche alcune informazioni sull'impresa target e sulla struttura dei Swf e sulle loro caratteristiche operative, nel quarto capitolo si è cercato di giungere all'identificazione di alcuni *fattori chiave* presenti nell'economia target che risultano maggiormente attrattivi nella definizione delle strategie di investimento dei fondi sovrani.

L'approccio empirico, che ha riguardato un orizzonte temporale compreso tra il 2003-2013, è stato trattato ricorrendo a uno stimatore di tipo *tobit*, utilizzando

un approccio sia di tipo statico (*cross section*) sia dinamico (*panel* con variabili ritardate).

In quest'ultimo esperimento, la presenza dell'elemento "temporale" ha permesso di indagare il comportamento dei Swf anche durante il periodo di crisi economica.

1.3 Outline della tesi

Con l'obiettivo di rispondere alle precedenti *research questions*, la struttura della tesi è stata articolata in cinque parti. Nel secondo capitolo si sono passate in rassegna alcune informazioni di base sulla definizione e sulla classificazione dei Fondi Sovrani cercando di fornire un quadro particolarmente dettagliato della loro struttura operativa e delle modalità di investimento.

Nel terzo capitolo, dopo una prima rassegna della principale letteratura di riferimento, l'attenzione è stata focalizzata sulle motivazioni alla base della realizzazione di un *Sovereign Wealth Fund* cercando di andare a individuare una serie di *country factors* che potrebbero spiegarne, o inibirne, la realizzazione.

Il quarto capitolo, pur mantenendo una propria indipendenza, può essere considerato come un'estensione del precedente. Riprendendo alcuni spunti accademici, relativi alla classificazione e all'organizzazione dei Swf, il perno della ricerca è stato incentrato sull'analisi delle operazioni di acquisizione e, grazie alla realizzazione di un apposito *dataset*, sull'individuazione di una nuova suddivisione di questi strumenti.

L'ultimo capitolo, infine, sposta la propria attenzione sulle scelte d'investimento dei fondi. Nello specifico, a seguito della realizzazione di un *dataset* di informazioni sulle transazioni operate da questi strumenti tra il 2003 e il 2013, si sono andate a testare una serie di ipotesi per verificare la presenza di specifici elementi macroeconomici che rendono un paese maggiormente attrattivo o se i comportamenti di investimento possono modificarsi prendendo in considerazione alcune caratteristiche strutturali/operative dei fondi censiti.

All'interno delle Conclusioni, infine, verranno sintetizzati i risultati ottenuti nei singoli capitoli, in funzione delle specifiche *research questions* precedentemente indicate, e saranno introdotti brevemente alcuni spunti per le ricerche future.

2 Il nuovo contesto internazionale e le origini dei Sovereign Wealth Fund

2.1 Introduzione

Lo scenario internazionale ha assunto nel corso degli anni un connotato “multipolare”, lontano parente degli equilibri internazionali del 20esimo secolo sostenuti dal blocco statunitense ed europeo, nel quale le economie emergenti stanno sempre piu’ assumendo un ruolo di centralita’.

Questo fenomeno, spesso definito come *decoupling*, non deve essere circoscritto agli anni recenti ma assume dei lineamenti di lungo periodo, dove queste realta’ economiche hanno rafforzato la loro posizione in termini di ricchezza mondiale, scambi internazionali e movimenti di capitale (sotto forma di investimenti diretti esteri). In questo nuovo contesto si inseriscono i *Sovereign Wealth Fund (Swf)*, ovvero investitori ad alto potenziale, la cui popolarita’ e’ cresciuta notevolmente durante la recente crisi finanziaria quando sono stati coinvolti nelle attivita’ di ricapitalizzazione delle principali banche americane mostrandosi, pur mantenendo la loro impostazione strategica, come un canale alternativo per stabilizzare la limitata disponibilita’ di finanziamento.

Ma cosa sono i fondi sovrani? Rozanov (2005) li definisce come strumenti finanziari, differenti dai fondi pensione e dalle riserve ufficiali, che hanno l’obiettivo di “*isolare l’economia domestica dall’eccessiva volatilita’, sostenere le autorita’ monetarie nella sterilizzazione degli eccessi di liquidita’, accumulare risparmi per le generazioni future e utilizzare i surplus monetari per lo sviluppo economico e sociale*”. Per avere una definizione generalmente riconosciuta si deve pero’ far riferimento a quanto espresso nel 2008 dal Fondo monetario internazionale, durante

l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (Iwg), che li indica come "veicoli d'investimento pubblici alimentati dai capitali di fonti diverse, gestiti in modo separato dalle risorse delle banche centrali e con obiettivi abbastanza eterogenei".

Alla base della creazione di un fondo sovrano vi è l'ampia disponibilità, da parte dello Stato, di risorse che non possono essere assorbite immediatamente nel sistema economico e/o che gli stessi policy maker decidono di utilizzare al fine di ottenere dei ritorni per le generazioni future. Pur essendo presente un'ampia letteratura sulla suddivisione dei Swf, la principale classificazione deriva proprio dalla modalità di accumulazione del loro patrimonio distinguendoli in *commodity* (finanziati dai rendimenti delle esportazioni di beni energetici e altre materie prime) e *non commodity* (le risorse sono generate dagli accumuli di riserve monetarie, dagli introiti delle privatizzazioni e/o da altri proventi fiscali).

Attualmente, è possibile individuare oltre 60 fondi attivi su scala mondiale il cui *asset under management (Aum)*, secondo le stime del *Sovereign Wealth Fund Institute*, dovrebbe essersi assestato a circa 6 trilioni alla fine del 2013 e potrebbe raggiungere un valore prossimo ai 10 trilioni entro il 2016. Più del 75 per cento di questo capitale (quasi 3,5 trilioni di dollari) è concentrato nelle mani di dieci fondi localizzati tra il continente asiatico e l'area medio-orientale (rispettivamente circa il 36 e il 27 per cento del totale).

I governi detentori di tali strumenti, pur appartenendo prevalentemente agli "emergenti", possiedono caratteristiche eterogenee. Ad esempio, è possibile rinvenire sia sistemi economici minori (Singapore e Hong Kong) sia nuove potenze (Cina, Brasile e Russia) oppure si osserva la contemporanea presenza di paesi caratterizzati da una modesta dotazione di risorse naturali (Cina e Korea) e di quelli maggiormente dipendenti dalle commodities energetiche (Brasile, Malesia e Russia); tra gli altri si identifica anche la presenza di un gruppo di economie, come quelle dell'Asia orientale, particolarmente specializzate nel settore manifatturiero di tipo "export led".

Questa notevole disponibilità economica ha sollevato un ampio dibattito sugli impatti potenziali e sulle politiche di gestione delle attività di investimento tanto da alimentare un maggiore orientamento protezionistico da parte dei paesi avanzati, ovvero i principali recipienti delle operazioni dei Swf. Al fine di garantire il mantenimento della libertà di movimento dei capitali, uno specifico gruppo di

lavoro¹ ha provveduto alla realizzazione dei c.d. “*General Accepted Principles and Practices*” (Gapp), noti anche come “Principi di Santiago”, ovvero una serie di norme e principi di comportamento rispetto ai quali ciascun Fondo Sovrano sceglie liberamente di aderire.

Il capitolo è articolato in varie sezioni, ognuna delle quali focalizzata su uno specifico argomento. Nella seconda si descrive, sotto vari aspetti macroeconomici, l'evoluzione dei paesi emergenti analizzandone il ruolo nei mercati internazionali. Nella terza, l'attenzione si sposta sui Fondi Sovrani. Partendo dalla definizione di questi strumenti si arriva successivamente a categorizzarli prendendo in considerazione le fonti di finanziamento, gli obiettivi perseguiti e le strategie di investimento. Dopo aver quantificato le operazioni dei Swf, sia in termini di valore che di localizzazione geografica, verranno trattate le tematiche inerenti la loro trasparenza e le regole di condotta da adottare.

2.2 L'ascesa dei paesi emergenti

Agli inizi del 2013, lo scenario globale era ancora segnato dagli effetti della crisi di fronte ai quali le *exit strategy* adottate non hanno condotto a risultati significativi. Come indicato da Lamy (2012)² ci troviamo di fronte a un sistema “multipolare”, lontano parente degli equilibri internazionali del 20° secolo sostenuti dal blocco statunitense ed europeo, nel quale le economie emergenti stanno sempre più assumendo un ruolo di centralità.

Seppur con ritmi minori rispetto al passato, questi paesi hanno continuato a mantenere dei tassi di crescita significativi anche grazie alle ampie politiche di stimolo, fiscale e monetario, a differenza dei paesi avanzati che sono stati colpiti dagli *shock* nel momento in cui presentavano una situazione di forte indebitamento e, di conseguenza, con notevoli limitazioni nelle politiche di sostegno. Questo fenomeno, spesso definito come *decoupling*, non deve essere circoscritto agli anni recenti ma assume dei connotati di lungo periodo. Infatti, in termini di ricchezza mondiale, se tali economie nel 1990 rappresentavano solamente il 30 per cento del Pil a distanza di oltre venti anni contribuiscono in modo quasi paritario con i paesi Ocse

¹Composto non solo da alcuni attori internazionali, tra cui l'Ocse e l'Ue, ma anche dai rappresentati di 24 Swf.

²“*Emerging economies have shifted the balance of power in world trade*”, Richard Snape Lecture, 26 November 2012, Melbourne, Australia.

(rispettivamente 48,9 e 51,1 per cento) mentre le previsioni indicano un possibile sorpasso nella prossima decade.

Trasformazioni simili possono essere rinvenute anche negli scambi internazionali. Non solo le economie emergenti hanno assunto un ruolo di primo piano in termini di esportazioni e importazioni ma e' possibile osservare come si stanno rafforzando le loro relazioni bilaterali. Nel 2010, infatti, queste hanno rappresentato circa un quarto del commercio mondiale e oltre la meta' degli scambi "Sud-Sud" (tabella 2.1); tra queste e' il continente asiatico a svolgere una forte azione di traino, l'87 per cento di tali flussi, grazie soprattutto agli scambi intra-area (tabella 2.2).

Tabella 2.1: Incidenza delle esportazioni Sud-Sud

	<i>(% sul totale in uscita)</i>			
	1995	2000	2005	2010
Sud-Sud	43	40	46	54
Africa-Sud	34	28	30	39
America latina-Sud	28	23	29	38
Asia-Sud	47	46	51	58

Fonte: Unctad (2012)

La prevalenza asiatica puo' essere spiegata prendendo in considerazione anche lo spaccato settoriale. Il continente considerato rappresenta il principale fornitore di beni manufatti (90 per cento) diretti verso le regioni del Sud mentre, in termini di importazioni, dall'Africa e dall'America latina provengono principalmente commodity a dimostrazione della dipendenza asiatica alle materie energetiche (Unctad, 2012)³.

Per comprendere ulteriormente l'evoluzione della globalizzazione, appare di fondamentale importanza prendere in considerazione anche i movimenti degli investimenti diretti esteri (Ide). Tali flussi sono per lo piu' originati dai paesi avanzati anche se la rilevanza delle economie emergenti e' cresciuta nel corso degli anni: dalla figura 2.1 e' possibile osservare come il peso di queste economie sui flussi in uscita e' passato dal 5 per cento degli anni '90 a oltre il 23 per cento segnato a fine 2011, in leggera flessione rispetto al risultato dell'anno precedente⁴.

L'evoluzione di tale trend non deve essere correlata esclusivamente alla rapida

³<http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=148>.

⁴Tale contrazione deriva dalla riduzione dei flussi originari dell'America latina e dall'Asia orientale e meridionale.

crescita della ricchezza di queste economie ma anche al fatto che le locali imprese multinazionali (Imn) hanno, nel tempo, implementato sia le conoscenze tecnologiche sia i vantaggi competitivi espandendo le operazioni a livello globale.

Questa dinamica appare inoltre caratterizzata non solo dalla focalizzazione nei settori strategici (quali materie prime, telecomunicazioni e finanza) dei paesi avanzati, nei quali sono state portate a termine importanti operazioni di acquisizione e/o fusione, ma anche dalla crescita dei flussi “Sud-Sud” che nel 2011 hanno riguardato circa il 65 per cento dei capitali provenienti dai Bric rispetto al 59 per cento medio tra il 2005 e il 2007 (Unctad, 2012).

Tabella 2.2: Contributo del continente asiatico

	<i>(% sul totale Sud-Sud)</i>			
	1995	2000	2005	2010
Africa	4	4	5	6
America	5	5	4	6
Asia	91	90	91	87

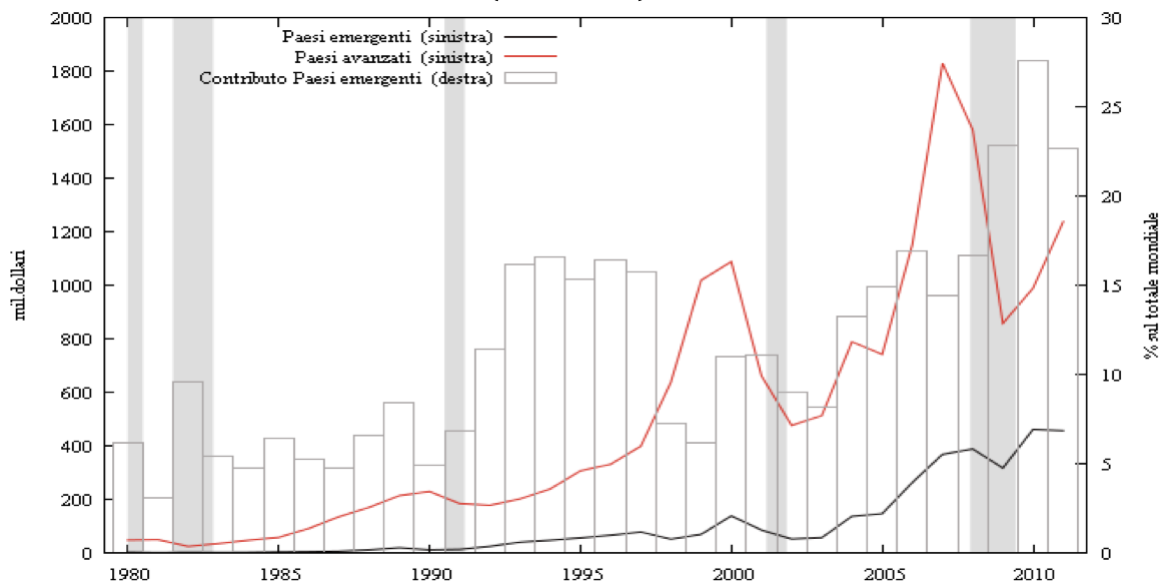
Fonte: Unctad (2012)

Tale dinamica conferma le teorie di Dunning (1981, 1993) relative all'*investment development path* (Idp). Le Imn dei paesi emergenti, infatti, hanno investito inizialmente in attività di tipo *market-seeking* e *resource-seeking* per poi espandere le proprie attenzioni nei paesi avanzati alla ricerca di vantaggi di efficienza (c.d. *efficiency seeking*) con l'obiettivo di incrementare la loro competitività internazionale e di superare quelle barriere, tariffarie e non, imposte agli scambi di merci tra paesi (Aykut e Ratha, 2003).

Va ricordato che la recente crisi economica non ha avuto un impatto univoco su tali forme di investimento: mentre le prime due tipologie considerate hanno risentito maggiormente delle turbolenze finanziarie (calo della domanda nei paesi avanzati e andamenti altalenanti nelle quotazioni delle commodity) per i progetti *efficiency seeking* deve essere considerata una duplice evoluzione.

Infatti, se inizialmente le Imn orientate a tale soluzione hanno accusato la contrazione delle loro capacità finanziarie, con l'evolversi dello scenario economico sono riuscite a ristrutturare le attività internazionali riducendo le spese di gestione (in particolare per le affiliate meno competitive) e, grazie anche ai corsi azionari al ribasso, avviare nuovi progetti a costi più contenuti rispetto al passato.

Figura 2.1: La dinamica degli Ide in uscita
(1980-2011)



* le aree grigie rappresentano i periodi di recessione economica

Fonte: elaborazione su dati Unctad e Nber

L'evoluzione futura di questi flussi di capitale dovrebbe mantenersi su un sentiero di crescita anche se la velocità di recupero, rispetto alle turbolenze finanziarie del biennio 2008-2009, sembrerebbe risentire della mancata stabilizzazione dello scenario economico internazionale.

Secondo le stime preliminari derivanti dalla *World Investment Prospect Survey 2012-2014 (Wips)*⁵ i flussi di Ide, alla fine del 2013, dovrebbero raggiungere quota 1,8 trilioni di dollari, segnando un'ulteriore crescita anche nel 2014, con una maggiore focalizzazione sul settore manifatturiero rispetto a quello primario e dei servizi.

2.3 Sovereign Wealth Fund nei mercati internazionali

L'evoluzione della globalizzazione deve essere, quindi, osservata prendendo in considerazione il tasso di crescita degli investimenti cross-border che, durante l'ultimo ventennio, ha fatto registrare una velocità superiore sia a quello dei flussi commerciali sia alla dinamica della ricchezza mondiale (Lane e Milesi-Ferretti, 2006).

⁵Contenuta nel *World Investment Report (2012)*.

Le economie emergenti potrebbero ulteriormente rafforzare la loro posizione nei flussi in uscita grazie alle risorse veicolate dai c.d. *Sovereign Wealth Fund (Swf)*, considerati come investitori ad alto potenziale di sviluppo grazie al loro orizzonte temporale di lungo periodo (Unctad, 2009).

Basti pensare che, durante la recente crisi finanziaria, questi attori sono stati coinvolti nelle attività di ricapitalizzazione delle principali banche americane mostrando quindi la capacità di poter fungere da stabilizzatori a fronte della limitata disponibilità di capitali. Pur mantenendo un'impostazione di natura strategica, inoltre, i Swf rappresentano una fonte alternativa per veicolare capitali verso alcuni comparti, quali le infrastrutture e le energie rinnovabili⁶, considerati come dei *driver* per lo sviluppo economico, soprattutto nelle realtà emergenti⁷.

2.3.1 Definizione e origine

Nonostante l'attenzione pubblica e accademica sia cresciuta recentemente, il fenomeno dei Fondi Sovrani ha avuto origine nel 1953, con la creazione della *Kuwait Investment Authority (KIA)*, ma solamente negli ultimi anni ha fatto registrare una notevole intensità, divenendo per alcuni Paesi uno strumento fondamentale per amministrare gli asset nazionali.

I dati contenuti nella figura 2.2 mostrano, infatti, come oltre il 60 per cento dei Swf sono stati costituiti a partire dal 2000 e solamente una piccola parte di questi hanno avuto origine prima del nuovo millennio.

L'espressione *Sovereign Wealth Fund* è stata, infatti, coniata per la prima volta solamente nel 2005 a opera di Rozanov. L'autore, pur non fornendo una precisa collocazione di questi strumenti, li differenzia sia dai fondi pensione sia dalle riserve ufficiali evidenziandone gli obiettivi: *"isolare l'economia domestica dall'eccessiva volatilità, sostenere le autorità monetarie nella sterilizzazione degli eccessi di liquidità, accumulare risparmi per le generazioni future e utilizzare i surplus monetari per lo sviluppo economico e sociale"*.

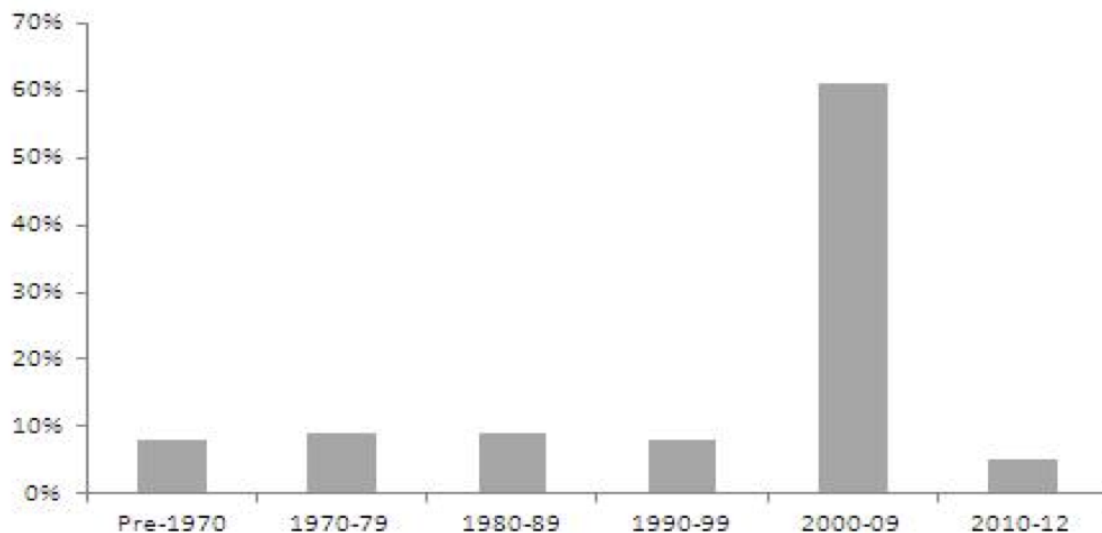
Nonostante la letteratura fornisca una pluralità di interpretazioni, per una definizione generalmente riconosciuta è possibile far riferimento a quanto espresso nel

⁶Per il dettaglio di alcune operazioni nei paesi emergenti si può fare riferimento al *World Investment Report (2012)*.

⁷Va comunque ricordato che solo una parte del loro patrimonio è veicolata attraverso investimenti diretti esteri.

2008 dal Fondo monetario internazionale, durante l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (Iwg), che li definisce come “veicoli d’investimento pubblici alimentati dai capitali di fonti diverse, gestiti in modo separato dalle risorse delle banche centrali e con obiettivi abbastanza eterogenei”⁸.

Figura 2.2: Evoluzione storica dei Swf
(1970-2012)



Fonte: Preqin

Partendo da questa assunzione, i Swf si discostano dalle autorità centrali di politica monetaria in quanto mirano a diversificare le loro attività finanziarie, investendo su una larga gamma di strumenti (es. titoli di debito pubblico a lunga scadenza, *corporate bonds*, investimenti diretti esteri, ecc.), al fine di ottenere ritorni elevati⁹.

Si differenziano anche dalle altre tipologie di fondi presenti sul mercato (*private equity* e *hedge fund*) in quanto presentano un'estrema varietà di obiettivi e non fanno ricorso ad una *leverage* finanziaria particolarmente elevata. Infine è possibile individuare una difformità anche rispetto ai fondi pensione, in quanto i Swf non

⁸Sulla base di queste indicazioni, l'Iwg (<http://www.ifswf.org/>) evidenzia inoltre che i fondi sovrani non devono essere accumulati ai fondi privati di investimento (che si focalizzano esclusivamente sul settore manifatturiero e dei servizi) e che devono presentare, anche se minima, una certa esposizione estera (vengono quindi scartati quelli che investono esclusivamente nel mercato domestico).

⁹Le Banche centrali infatti tendono a focalizzare i loro investimenti in attività particolarmente liquide e di sicuro rendimento anche se di recente anche alcuni fondi, ad esempio il Reserve Fund russo o l'Alaska Permanent Fund, stanno preferendo degli approcci di natura più conservativa.

sono finanziati da contributi dei lavoratori e non presentano dei flussi di passività impegnati a beneficio dei cittadini (Lossani et al., 2010).

Pur mantenendo una certa eterogeneità, secondo quanto osservato da Quadrio Curzio e Miceli (2010) è possibile riscontrare anche alcuni elementi trasversali ai Fondi sovrani ovvero un'elevata tendenza ad investire all'estero, un orizzonte temporale di lungo periodo e la predilezione al rendimento rispetto alla liquidità.

Va ricordato come alla base della creazione di un fondo sovrano vi è la notevole disponibilità, da parte dello Stato, di risorse monetarie che non possono essere assorbite immediatamente nel sistema economico e/o che gli stessi policy maker decidono di utilizzare al fine di ottenere dei ritorni per le generazioni future.

Nonostante l'ampia, ed eterogenea, letteratura sulla suddivisione dei Swf, una prima classificazione di questi strumenti deriva proprio dalla modalità di accumulazione del loro patrimonio ovvero:

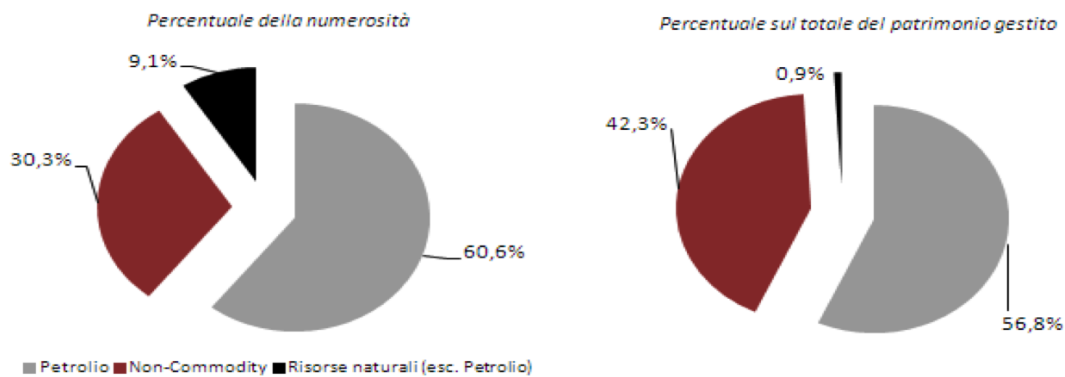
- *Commodity*: vengono finanziati dai rendimenti delle esportazioni di beni energetici (quali petrolio e gas naturali), altre materie prime (rame, diamanti, fosfati, ecc.) e dalle *royalties* ad esse applicate. Nascono principalmente come strumenti di sterilizzazione delle fluttuazioni di mercato¹⁰ ma recentemente stanno perseguendo l'obiettivo di diversificare l'economia nazionale a fronte di un futuro esaurimento di queste fonti naturali.
- *Non Commodity*: le risorse che vengono convogliate nei Swf sono generate dagli accumuli di riserve monetarie, dagli introiti delle privatizzazioni e/o da altri proventi fiscali. In questo caso, l'obiettivo è di utilizzare queste riserve ufficiali per ottenere dei ritorni potenzialmente maggiori rispetto alla gestione canonica delle autorità monetarie.

La figura 2.3 permette di osservare come alla prima categoria appartiene quasi il 70 per cento dei fondi attivi, che gestiscono oltre la metà del patrimonio, mentre la parte residuale è di tipo non commodity.

Va sottolineato che accanto alla principale fonte di finanziamento, quella petrolifera, tra i commodity rientrano anche dei Swf che attingono il proprio patrimonio da altre risorse quali i diamanti (*Pula Fund* del Botswana), il rame (i "cileni" *Pension Reserve Fund* e l'*Economic and Social Stabilisation Fund*) e i derivati di alcuni minerali (ad esempio i fosfati nel *Revenue Equalization Reserve Fund* del Kiribati).

¹⁰Basti pensare che il prezzo del petrolio è passato dai 20 dollari al barile degli anni '90 fino al picco record di 147 dollari del 2008; valore che l'anno successivo si è comunque riportato su un sentiero prossimo ai 70 dollari.

Figura 2.3: Suddivisione dei Swf per fonte di finanziamento (2012)



Fonte: Swf Institute, Preqin

Una seconda classificazione puo' essere effettuata facendo riferimento alle strategie di investimento che Klitzing et all. (2010) distinguono nel seguente modo:

- *Conservative, passive investors*: adottano una strategia conservativa, basata prevalentemente su attività di tipo *fixed-income*. L'obiettivo principale e' quello di preservare il capitale investito e mantenere un'elevata liquidita' piuttosto che ricercare ingenti rendimenti; si presentano generalmente come investitori di minoranza e con un portafoglio altamente diversificato. Tra questi figurano la KIA, il Russian Reserve Fund e il National Wealth Fund¹¹.
- *Yield-seeking, passive investors*: presentano un portafoglio abbastanza diversificato con asset a elevato ritorno e alto rischio. I fondi di questa categoria, di cui fanno parte l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), il Norway Government Pension Fund e il Government of Singapore Investment Corporation (GIC), utilizzano la loro liquidita' prevalentemente in equities, con un giusto equilibrio tra *fixed-income* e investimenti alternativi (es. *Hedge Fund* e *Real Estate*).
- *Strategic, active investors*: questi Swf, che rappresentano solamente una piccola parte dell'universo considerato, sono focalizzati sull'acquisizione strategica di imprese quotate nei mercati azionari. Il loro obiettivo e' quello di riuscire a detenere la maggioranza del pacchetto societario collocando i pro-

¹¹Questi ultimi due, pur appartenendo alla medesima nazione, presentano dei mandati differenti. Il primo ha l'obiettivo di stabilizzare il sistema economico dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio mentre il secondo e' orientato alla sostenibilita' delle generazioni future.

pri rappresentanti nei consigli di amministrazione. Tra questi troviamo la *Qatar Investment Authority (QIA)*, il *Temasek Holdings* e il *Mubadala*.

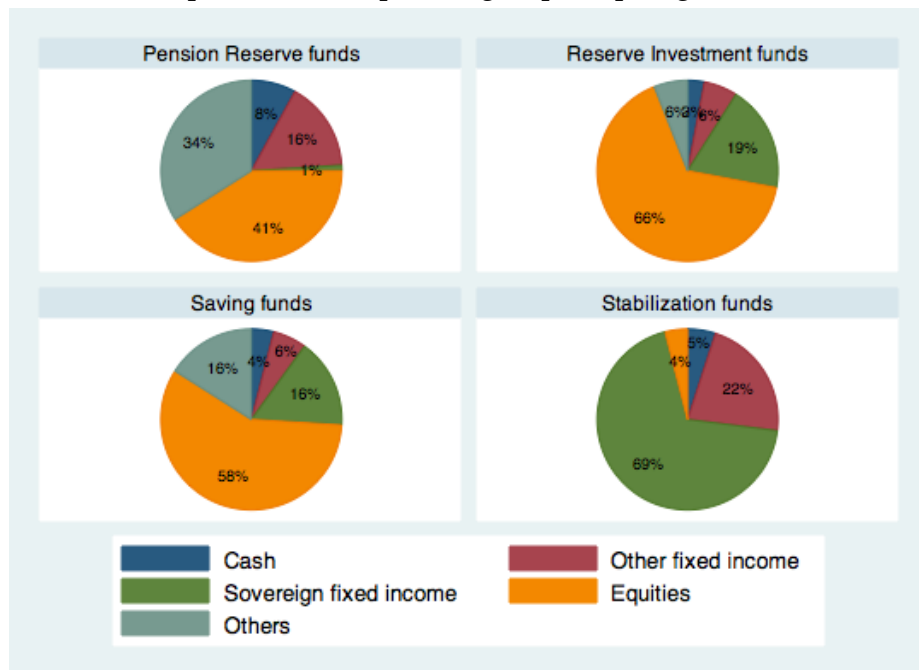
Gli obiettivi perseguiti da tali strumenti non sono univoci, in alcuni casi possono essere multipli, e molto spesso dipendono dalle condizioni macroeconomiche specifiche del paese di origine, che possono modificarsi nel corso degli anni. A livello generale, secondo quanto descritto da Kern (2007), e' possibile affermare che il principale scopo e' quello di facilitare la stabilizzazione inter-temporale e diversificare le fonti di ricchezza nazionale investendo in una pluralita' di asset, tra cui equity, strumenti di debito, commodities e proprieta' immobiliari.

Sulla base di queste informazioni, facendo anche riferimento a quanto definito da Kunzel et al. (2011), e' possibile delineare cinque tipologie di Fondi, cui corrispondono determinate strategie di gestione (figura 2.4), cosi' identificate:

1. *Stabilization funds*: perseguono la finalita' di isolare le economie domestiche dalle fluttuazioni cicliche del prezzo delle commmodites. L'orizzonte temporale e' simile a quello delle Banche Centrali e le strategie di investimento sono orientate prevalentemente su asset liquidi allocando circa l'80 per cento del proprio portafoglio in attivita' di tipo "fixed income".
2. *Savings funds*: il loro obiettivo e' quello di distribuire la ricchezza tra le varie generazioni diversificando i propri asset verso attivita' piu' remunerative; presentano un profilo di investimento orientato ai profitti, con una conseguente propensione al rischio particolarmente elevata. Gran parte del loro portafoglio, in media del 58 per cento, e' di tipo azionario.
3. *Pension reserve funds*: gestiscono le risorse a loro disposizione per generare entrate future con finalita' pensionistiche, senza gravare sulla stabilita' finanziaria statale. All'interno del loro portafoglio si osserva una focalizzazione sui titoli azionari e su altre tipologie non convenzionali di investimento.
4. *Reserve investment funds*: a differenza delle altre tipologie elencate, questi fondi utilizzano gli eccessi di liquidita' con l'obiettivo di massimizzare i profitti; mediamente detengono una quantita' di titoli azionari che si assesta al 66 per cento ma che puo' raggiungere anche il 75 per cento. Si differenziano quindi dalle Banche Centrali che solitamente impiegano le riserve in operazioni caratterizzate da una bassa rischiosita'.

5. *Development funds*: la loro creazione e' associata all'allocazione delle risorse disponibili in attivita' destinate allo sviluppo socio-economico nazionale (es. infrastrutture)¹².

Figura 2.4: Composizione del portafoglio per tipologia di Swf (sul valore)



Fonte: elaborazione su dati Fmi, *Global Financial Stability Report (2012)*

Tale classificazione non deve essere però utilizzata in modo particolarmente rigido, infatti molti Swf possono perseguire contemporaneamente più obiettivi oppure modificarli nel tempo a seconda delle esigenze nazionali. Gli studi portati avanti da Kimmitt (2008) evidenziano però che sono solitamente i fondi di tipo commodity ad essere maggiormente caratterizzati da tali cambiamenti strategici mentre per le altre tipologie si rinviene una certa stabilità nel tempo.

Nonostante la recente definizione di tali strumenti, i Fondi Sovrani hanno origini antiche nel tempo e nella maggior parte dei casi sono un'evoluzione di quei fondi statali utilizzati per la sterilizzazione della liquidità in eccesso e per la diversificazione delle attività economiche¹³. I Swf, quindi, possiedono delle caratteristiche

¹²Per questo motivo non rientrano tra le categorie descritte dalla figura 2.4.

¹³Investendo le proprie attività all'estero, i Fondi Sovrani producono rilevanti effetti sulle condizioni macroeconomiche del paese di origine agendo sulla politica fiscale (ovvero sulla capacità del sistema di assorbire un surplus di bilancio), sulla politica monetaria (impattano sul livello dell'inflazione) e sul tasso di cambio reale.

peculiari che li distinguono da altri strumenti quali, come anticipato in precedenza, i fondi di pensione governativi (Gpf), le autorità monetarie e le imprese controllate dallo Stato (le c.d. *State-owned enterprises*, Soe); queste differenze possono essere sintetizzate nel seguente modo:

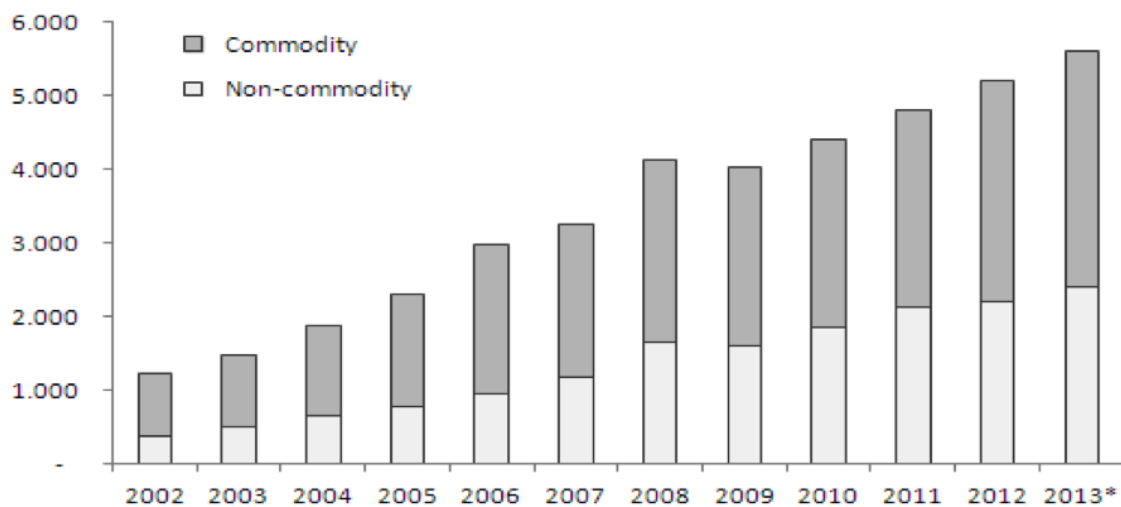
1. Swf vs Gpf: un fondo sovrano è controllato direttamente dal governo centrale e le sue risorse derivano dalle riserve monetarie e dai profitti derivanti dalle esportazioni di materie prime. Gli investimenti sono guidati da differenti obiettivi, spesso perseguono una strategia “aggressiva” e, fatta eccezione per alcuni casi, le informazioni sulle attività di investimento sono di difficile reperibilità. I Gpf invece sono di proprietà dei governi locali e derivano i propri asset dai contributi dei cittadini; perseguono una finalità conservativa e le informazioni sulla gestione delle risorse sono di natura pubblica.
2. Swf vs autorità monetarie: il portafoglio dei Swf è particolarmente diversificato e detiene al proprio interno una pluralità di strumenti (più o meno rischiosi) mentre quello delle autorità monetarie presenta una minore esposizione al rischio focalizzandosi prevalentemente su titoli di debito pubblico. Una seconda differenza risiede nella gestione organizzativa, solitamente un fondo sovrano è gestito da manager esterni mentre le autorità monetarie dipendono direttamente dalla Banca Centrale.
3. Swf vs Soe: la titolarità delle *State-owned enterprises* è nelle mani dell'autorità governativa, sia centrale sia locale, che è chiamata a gestire risorse derivanti dai profitti aziendali. Le differenze maggiori si riscontrano però in termini di struttura legale in quanto le Soe sono sottoposte alla normativa riguardante il diritto societario mentre i fondi possono presentare una delle seguenti organizzazioni: pool di asset, impresa soggetta a leggi speciali o impresa soggetta al diritto societario.

2.3.2 I volumi e le attività di investimento

Alla fine del 2013, e' possibile individuare oltre 60¹⁴ fondi attivi su scala mondiale, di cui i principali sono riportati nella tabella 2.3.

Da una prima osservazione emerge chiaramente come come gran parte di questa disponibilita' finanziaria e' concentrata tra il continente asiatico e l'area medio-orientale (rispettivamente circa il 36 e il 27 per cento del totale) mentre il continente europeo ne rappresenta poco piu' del 17 per cento¹⁵.

Figura 2.5: Gli asset dei Fondi Sovrani (bil. dollari)



*Stime TheCityUK
Fonte: SWF Institute

Tale polarizzazione geografica deve essere correlata al progressivo slittamento dei paesi emergenti verso uno status di "creditori" delle economie avanzate (Santiso, 2008).

Infatti, a partire dal nuovo millennio, l'ammontare di riserve detenuto dalle loro Banche Centrali e' cresciuto notevolmente superando nel 2013 la quota di 6 trilioni di dollari¹⁶, oltre il 25 per cento del Pil mondiale, grazie al percorso congiunto del surplus delle partite correnti nei sistemi *export led* (es. economie asiatiche) e

¹⁴Tale numerosita' puo' variare sensibilmente tra i vari istituti di ricerca a seconda della definizione adottata di Swf. All'interno di questo lavoro, si fara' riferimento a quella del Fmi precedentemente riportata che, a differenza di altre fonti, non prende in considerazione la *Saudi Arabian Monetary Agency* (SAMA) in quanto le sue operazioni appaiono simili a quelle di una banca centrale.

¹⁵Il *Government Pension Fund-Global* norvegese copre da solo la quasi totalita' di questo valore.

¹⁶Circa l'80 per cento del totale e in notevole espansione rispetto ai 2 trilioni del 2000.

degli introiti connessi alle materie prime (es. Medio Oriente e America Latina). Per quanto riguarda l'evoluzione del capitale gestito (*asset under management, Aum*), la figura 2.5 mostra un andamento crescente che ha subito una frenata solamente tra il 2008 e il 2009.

Anche i Swf hanno, quindi, risentito della volatilità internazionale registrando delle perdite comprese tra il 5 e il 15 per cento del patrimonio iniziale, con punte prossime al 30 per cento per quelli con un portafoglio più "rischioso" (Jen, 2010). Questa tendenza al ribasso si è successivamente invertita tant'è che l'Aum ha mostrato un tasso di crescita sostenuto, stabilizzandosi nel 2012 a un valore prossimo ai 5 trilioni di dollari e che, secondo le stime del *Sovereign Wealth Fund Institute*, a fine 2013 ha superato i 6 trilioni.

Si tratta di una cifra significativa che ha permesso ai Swf di superare gli Hedge Fund di oltre 2 trilioni e di allinearsi sia ai fondi di Private Equity sia ai volumi delle riserve in oro non investite.

Data l'incertezza che caratterizza attualmente i mercati internazionali appare particolarmente difficile fissare dei valori puntuali circa l'evoluzione del patrimonio dei Swf nel lungo periodo. Sicuramente non sarà raggiunta la soglia di 15 trilioni di dollari stimata dalla Deutsche Bank per il 2015 (Kern, 2008) mentre appaiono maggiormente valide le proiezioni effettuate da Castelli e Scacciavillani (2012) di un valore prossimo ai 10 trilioni entro il 2016.

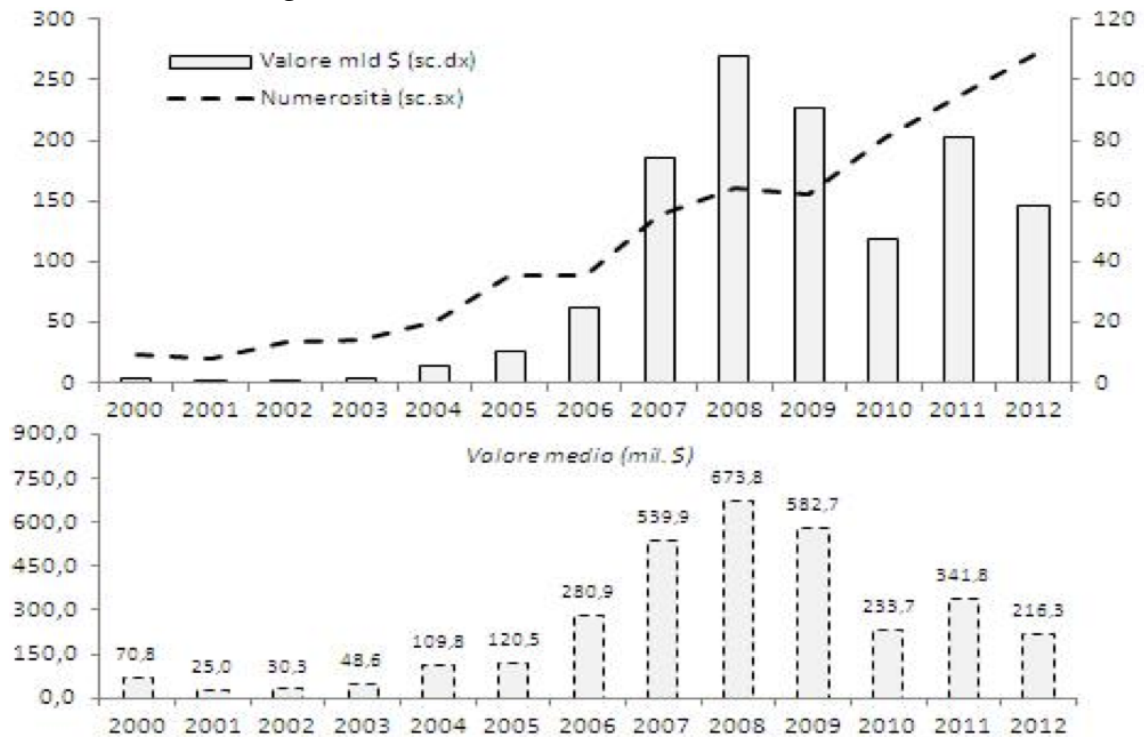
La stessa tabella 3 evidenzia, inoltre, che gli asset under management non appaiono equamente distribuiti, i primi cinque fondi sovrani detengono oltre il 50 per cento del totale, quota che sale addirittura al 76 per cento nel momento in cui si considerano i primi dieci. Nella lista selezionata si rinvencono 18 fondi classificati come "commodity" (ovvero che traggono il loro finanziamento dalle risorse naturali, petrolifere e non) che con un patrimonio di circa 3,5 trilioni di dollari rappresentano il 58,8 per cento degli asset totali.

Tolte alcune eccezioni, la maggior parte di queste risorse sono concentrate nelle mani di fondi che gestiscono questa ricchezza con delle operazioni poco trasparenti (si fa riferimento al *Transparency Index*)¹⁷ invece per quanto riguarda gli obiettivi, secondo la classificazione proposta da Kunzel et al. (2011) e da Chiarlone e Miceli (2013), emergono ben undici *savings funds* (23,2 per cento degli asset)

¹⁷Tale indicatore, elaborato nel 2008 da Linaburg e Maduell, prende in considerazione una serie di elementi distintivi dei Swf assegnando un punteggio che varia da 0 a 10 dove il valore 8 indica un adeguato livello di trasparenza. Per la composizione dell'indice e per la nota metodologica si rimanda al sito www.swfinstitute.org.

mentre, seppur con una numerosita' inferiore, sono i *reserve investment funds* a detenere gran parte degli Aum¹⁸.

Figura 2.6: Investimenti dei Swf (2000-2012)



Fonte: Sovereign Investment Lab

Oltre alle valutazioni sul patrimonio detenuto, meritano un'analisi approfondita anche le modalita' d'investimento seguite dai fondi sovrani; la figura 2.6 permette di osservare come, rispetto al 2000, la numerosita' delle operazioni sia cresciuta notevolmente attestandosi nel 2012, secondo i dati del Sovereign Investment Lab, a 270 deal¹⁹.

Discorso simile puo' essere effettuato anche per il valore degli investimenti anche se il trend crescente, in questo caso, si e' interrotto nel 2008 con il picco massimo di circa 108 bilioni di dollari. L'inversione di tendenza manifestata a partire dalla crisi dei subprime appare ancora piu' marcata facendo riferimento al valore medio degli investimenti; il progressivo andamento al ribasso di tale indicatore andrebbe

¹⁸Da questo punto di vista deve essere inoltre sottolineato come esistono alcuni fondi, tra cui il piu' importante e' il Government Pension Fund norvegese, che seguono dei duplici obiettivi.

¹⁹Tale fenomeno potrebbe derivare non solo dalla maggiore vivacita' dei Swf ma anche da una loro maggiore trasparenza nei confronti dell'esterno circa le loro transazioni.

2.3 Sovereign Wealth Fund nei mercati internazionali

Tabella 2.3: I principali Fondi Sovrani: dimensione e obiettivi

SWF	Country	Origine	Classificazione	Fonte di capitale	Obiettivi (1)	Asset*	% tot.	cum.	T.I.
1	Norvegia	2006	Commodity	Risorse naturali	SF+PRF	803.9	13.35	13.35	10
2	Arabia Saudita	1952	Commodity	Risorse naturali	RIC	675.9	11.23	24.58	4
3	UAE	1976	Commodity	Risorse naturali	SF	627.0	10.42	35.00	5
4	Cina	2007	Non commodity	Riserve ufficiali	RIC	575.2	9.55	44.55	7
5	Cina	1997	Non commodity	Riserve ufficiali	RIC	567.9	9.43	53.99	4
6	Kuwait	1953	Commodity	Risorse naturali	STF+SF	386.0	6.41	60.40	6
7	Hong Kong	1993	Non commodity	Riserve + surplus	RIC	326.7	5.43	65.82	8
8	Singapore	1981	Non commodity	Riserve + surplus	RIC	285.0	4.73	70.56	6
9	Singapore	1974	Non commodity	Societa' governativa	SF	173.3	2.88	73.44	10
10	Cina	2000	Non commodity	Surplus fiscali	PRF	160.6	2.67	76.10	5
11	Qatar	2005	Commodity	Risorse naturali	SF	115.0	1.91	78.01	5
12	UAE	2003	Commodity	Risorse naturali	SF	100.0	1.66	79.68	4
13	Australia	2006	Non commodity	Surplus fiscali	PRF	88.7	1.47	81.15	10
14	Russia	2008	Commodity	Risorse naturali	PRF	88.0	1.46	82.61	5
15	Russia	2008	Commodity	Risorse naturali	STF	86.4	1.44	84.05	5
16	Kazakhstan	2008	Non commodity	Surplus fiscali	STF	77.5	1.29	85.33	N.D.
17	Algeria	2000	Commodity	Risorse naturali	STF+SF	77.2	1.28	86.62	1
18	Kazakhstan	2000	Commodity	Risorse naturali	STF	68.9	1.14	87.76	8
19	UAE	1984	Commodity	Risorse naturali	SF	65.3	1.08	88.85	9
20	Libia	2006	Commodity	Risorse naturali	SF	65.0	1.08	89.93	1
21	Sud Korea	2005	Non commodity	Riserve ufficiali	RIC	56.6	0.94	90.87	9
22	UAE	2002	Commodity	Risorse naturali	SF	55.5	0.92	91.79	10
23	Iran	2002	Commodity	Risorse naturali	STF	54.0	0.90	92.68	5
24	Stati Uniti	1976	Commodity	Risorse naturali	SF	46.8	0.78	93.46	10
25	Brunei	1983	Commodity	Risorse naturali	SF	40.0	0.66	94.13	1
26	Malaysia	1993	Non commodity	Surplus fiscali	SF	39.1	0.65	94.78	5
27	Azerbaijan	1999	Commodity	Risorse naturali	STF+SF	34.1	0.57	95.34	10
28	Kazakhstan	2012	Commodity	Risorse naturali	SF	20.0	0.33	95.67	9
29	Irlanda	2000	Non commodity	Surplus fiscali	PRF	19.4	0.32	96.00	10
30	Nuova Zelanda	2003	Non commodity	Surplus fiscali	PRF	19.3	0.32	96.32	10
Top 30						5,798.3	96.3		
Altri						206.7	3.43		
Totale						6,020.0	100.0		

* Bilioni di dollari

(1): Da Kunzel et. al (2011) e Miceli (2013): Sf (stabilisation funds); Sf (savings funds), Prf (pension reserve funds), Ric (reserve investment corporation).

Fonte: elaborazione su dati Sovereign Wealth Fund Institute

a segnalare un nuovo approccio sui mercati internazionali caratterizzato da una crescente diversificazione del proprio portafoglio con partecipazioni di minoranza. Per quanto riguarda la direttrice geografica, secondo quanto descritto da Bortolotti e Barbary (2012), si osserva una maggiore focalizzazione delle scelte di investimento verso i paesi Ocse, nonostante le strategie di diversificazione adottate dai fondi sovrani a seguito della crisi finanziaria, in termini sia di numerosita' (circa il 47 per cento del totale) sia di valore (55,2 per cento). Tale prevalenza puo' essere spiegata dal maggior grado di tutela fornito agli investitori e dalle migliori opportunita' che questi paesi sono in grado di fornire, non tanto per i fondamentali economici ma per la possibilita' di acquisire partecipazioni in aziende strategiche²⁰. Scendendo a un maggiore livello di dettaglio²¹, e' il continente europeo a trattenere piu' della meta' degli investimenti (28 miliardi di dollari) indirizzati nelle economie avanzate; tale fenomeno deve pero' essere ristretto solamente in poche nazioni (nello specifico Regno Unito, Svizzera e, per quanto riguarda l'area euro, Francia) e in quelle aziende che presentano una maggiore capillarizzazione nei mercati emergenti.

Anche se in flessione rispetto al 2007, i Bric mantengono la loro attrattivita' (il 30,2 per cento delle operazioni e il 29,2 per cento in valore) mentre l'elemento di rottura rispetto al passato risiede nel differente approccio a vantaggio dei mercati emergenti, a dimostrazione di una visione strategica volta alla ricerca di nuove opportunita' globali²²; i mercati di frontiera, pur accrescendo la loro rilevanza anche sul totale, si mantengono ancora ai margini delle scelte di investimento a causa sia di un sistema istituzionale e legale inefficiente sia della ridotta capitalizzazione del mercato stesso.

Le turbolenze finanziarie, come anticipato in precedenza, hanno favorito una nuova allocazione delle risorse non solo in termini geografici ma anche a livello settoriale (figura 2.7) per il quale si sta assistendo a una progressiva diversificazione del portafoglio volta alla ricerca di attivita' alternative e con minore esposizione al rischio; tutto cio' ha comportato una notevole flessione degli investimenti nei servizi finanziari ed una maggiore esposizione in attivita' alternative quali ad esempio

²⁰Per la migliore dotazione tecnologica e per la consolidata penetrazione nei mercati emergenti.

²¹Sovereign Investment Lab (2013), "*Caution change*", Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012, Paolo Baffi Centre, Universita' Bocconi.

²²Molte operazioni dei Swf asiatici e medio-orientali sono alimentate dalle logiche Sud-Sud, ovvero tendono a concentrarsi nel continente di origine al fine di produrre esternalita' positive sia sulle imprese target che sulle economie domestiche.

il *Real Estate*. Questa voce nel 2012, facendo riferimento solo alle attività estere dei Swf, ha rappresentato il 23,7 per cento del valore totale (il comparto finanziario è sceso al 19,2) a dimostrazione di come si tratti di un "rifugio" sicuro per gli investitori, non solo per proteggersi dalle spinte inflazionistiche, sfruttando i prezzi al ribasso che hanno caratterizzato il recente ciclo edilizio.

Tabella 2.4: Investimenti dei Swf per area geografica

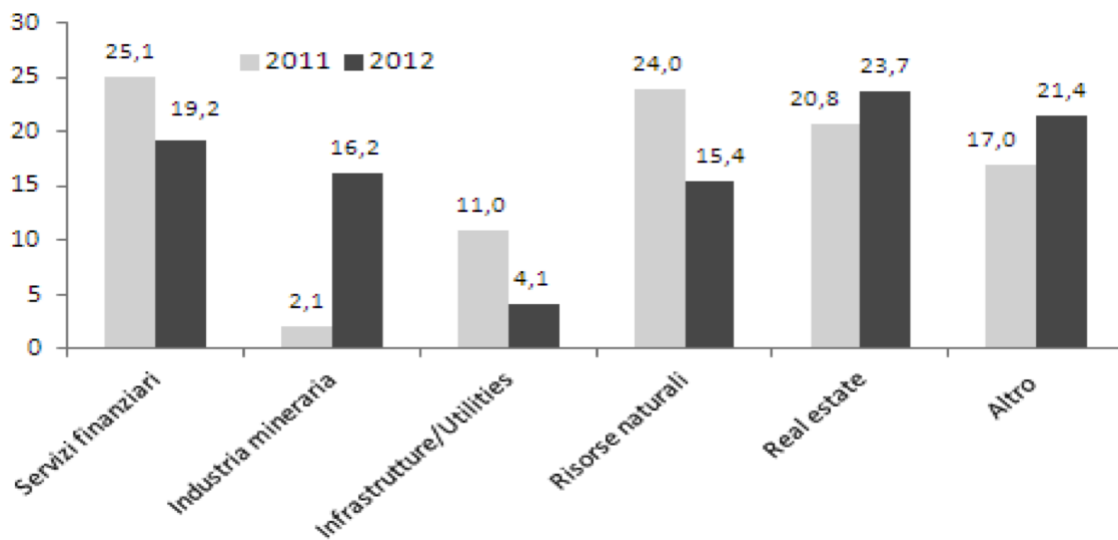
(%) - 2007 vs. 2011-					
	Bric	Ocse	Mercati emergenti*	Mercati di frontiera*	Altri
<i>Numerosità</i>					
2007	28,5	44,3	6,4	12,1	8,6
2011	30,2	47,0	9,0	11,6	2,2
<i>Valore</i>					
2007	39,8	54,8	0,2	3,9	1,2
2011	29,2	55,2	8,5	6,2	0,8

* Per la classificazione delle aree si rimanda a Bortolotti e Barbary (2012)

Fonte: Sovereign InvestmentLab

Un secondo aspetto rilevante riguarda anche il crescente interesse verso il settore energetico e le attività industriali a esso associato (16,2 per cento del valore), tale fenomeno appare strettamente correlato alla crescente necessità per alcune economie emergenti di compensare l'elevata domanda di materie prime da parte del settore produttivo nazionale²³. Rispetto al passato, come evidenziato dal *Sovereign InvestmentLab*, c'è stato un notevole spostamento lungo la catena del valore dove gli investimenti in materie prime energetiche sono stati pian piano orientati verso le imprese a valle della filiera.

²³Su questa tematica si può prendere ad esempio il caso della *China Investment Corporation* trattato da Quadrio Curzio et al. (2012).

Figura 2.7: Distribuzione settoriale (2011-2012) -% del valore-

Fonte: Sovereign InvestmentLab

2.3.3 Trasparenza e regole virtuose

Questa notevole disponibilità economica ha sollevato un ampio dibattito sugli impatti potenziali e sulle politiche di gestione delle attività di investimento tanto da alimentare un maggiore orientamento protezionistico da parte dei paesi avanzati, ovvero i principali recipienti delle operazioni dei Swf.

I timori derivano dal fatto che gli obiettivi perseguiti potrebbero non essere esclusivamente di natura economica, o di semplice massimizzazione del valore degli investimenti, ma che siano finalizzati al possesso di tecnologie avanzate o sorretti da motivazioni di natura "politica" (Beck e Fidora, 2008; 2009).

Per quanto riguarda la tutela dei "campioni nazionali", è comunque possibile difendersi con delle soluzioni volte a limitare eventuali scalate societarie, ad esempio Gilson e Milhaupt (2008) hanno proposto la sospensione dei diritti di voto detenuti mentre Hildebrand (2007) ha suggerito di limitare le quote su valori inferiori a quelli necessari per ottenere il controllo dell'impresa target.

Un ulteriore elemento di tensione è legato alla natura di questi investitori che, oltre ad avere la propria sede all'interno di sistemi economici non democratici, è caratterizzata dall'opacità sull'ammontare delle risorse detenute e dalla scarsa trasparenza delle finalità perseguite; per questo motivo, nel corso degli anni, si

sono susseguite una serie di iniziative per categorizzare i fondi sovrani.

Il primo esperimento sulla trasparenza e' stato condotto da Truman nel 2008²⁴; l'autore, prendendo in considerazione un campione di 44 Swf, procede alla realizzazione di un insieme di indicatori volti a catturarne alcune caratteristiche peculiari (la struttura, la governance, la trasparenza e il comportamento).

I vari punteggi sono sintetizzati in una scala compresa tra 0 e 100, dove valori piu' alti indicano la presenza di informazioni sugli aspetti operativi (es. gli obiettivi) e l'aderenza a pratiche di buon comportamento²⁵.

Anche il Fondo Monetario Internazionale e' stato particolarmente sensibile all'argomento istituendo l'*International Working Group of Swf* (Iwg)²⁶ il cui obiettivo e' di garantire il mantenimento della liberta' di movimento dei capitali e di evitare spinte protezionistiche da parte dei paesi di destinazione degli investimenti.

Il risultato finale ha condotto alla realizzazione dei c.d. "*General Accepted Principles and Practices*" (Gapp), noti anche come "Principi di Santiago"²⁷, ovvero una serie di norme e principi di comportamento rispetto ai quali ciascun Fondo Sovrano sceglie liberamente di aderire²⁸.

Per avere un'idea dell'applicazione di tali indicatori, si e' provveduto a sintetizzare queste informazioni nella tabella 2.5 alla quale e' stata affiancata anche l'incidenza degli asset stranieri sul totale dell'Aum.

Tra i fondi che presentano i valori piu' alti, troviamo quelli appartenenti al gruppo Ocse: il piu' trasparente risulta essere il *Government Pension Fund-Global* (Norvegia) seguito dall'*Alaska Permanent Fund Corporation* (Stati Uniti), dal *National Pensions Reserve Fund* (Irlanda) e dal *Future Fund* (Australia).

Tra i meno virtuosi invece e' possibile individuare quelli dell'area medio-orientale, in particolare l'*Abu Dhabi Investment Authority* (che controlla circa il 14 per cento degli asset totali), la *Qatar Investment Authority*, la *Brunei Investment Agency* e l'*International Petroleum Investment Company*. Va inoltre ricordato che la "cinese"

²⁴Si veda anche Truman (2011), "Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?"[46].

²⁵Un altro tentativo di categorizzare le informazioni disponibili dei Swf e' stato condotto da Linaburg e Maduel (2008).

²⁶Composto non solo da alcuni attori internazionali, tra cui l'Ocse e l'Ue, ma anche dai rappresentati di 24 Swf.

²⁷La riunione, tenutasi a Santiago (Cile) nel settembre del 2008, e' stata focalizzata sulle seguenti aree tematiche: struttura legale, obiettivi e link macroeconomici, struttura istituzionale e di Governo, politiche di investimento e strutture per la gestione del rischio.

²⁸Questa natura "volontaria" di adesione produce pero' delle limitazioni nell'interpretazione dei risultati.

State Administration of Foreign Exchange (circa il 13 per cento del totale) e la *Lybian Investment Authority* sfuggono alla rilevazione sia di Truman che dei Principi di Santiago.

Ulteriori informazioni possono essere tratte prendendo in considerazione l'incidenza degli asset stranieri. Appare evidente come i Swf con valori ridotti presentano un'esposizione maggiore nei mercati internazionali tant'è che la correlazione tra questa e gli indicatori di trasparenza presenta un valore negativo, rispettivamente del -0,36 (Swf scoreboard) e -0,31 (Gapp).

Le assunzioni che derivano da questa analisi potrebbero avvalorare l'elevata opacità nella quale agiscono tali strumenti anche se non esistono conferme circa la pericolosità delle operazioni finanziarie dei Swf nell'economia target.

L'attività di questi strumenti, anzi, potrebbe produrre una maggiore completezza e profondità dei mercati finanziari inoltre, data la loro natura di investitori di lungo periodo, appare particolarmente bassa la probabilità che essi realizzino massicce operazioni di disinvestimento tali da impattare negativamente sui corsi azionari (Chiarlone, 2010)²⁹.

Nonostante le preoccupazioni, studi recenti (Bortolotti e Fotak, 2009; Balding, 2009) hanno mostrato come non sia ancora emersa nessuna evidenza di eventuali intromissioni nelle scelte di investimento dei fondi da parte del governo nazionale, anche se lo stesso potrebbe comunque influenzare gli obiettivi globali e il livello di rischio.

A sostegno dell'attività dei Swf è possibile, anche, individuare alcuni aspetti positivi correlati principalmente all'ingente liquidità che riescono a veicolare (Lesmond, 2005): possono sostenere le attività imprenditoriali contribuendo ad abbassare il costo del capitale di rischio e ridurre la volatilità dei mercati finanziari in una congiuntura sfavorevole.

Partendo da queste assunzioni, come per i movimenti di capitale di qualsiasi tipo, l'introduzione di regole e principi di condotta accompagnata da una crescente regolamentazione dei mercati finanziari potrebbe limitare quelle iniezioni di capitale che, soprattutto nell'attuale fase congiunturale, rappresentano un elemento di stimolo per le economie ricipienti.

²⁹Data la loro disponibilità economica, non si dovrebbe escludere come determinate operazioni effettuate dai Swf potrebbero però generare sia fenomeni di imitazione con immediati effetti di ampliamento delle oscillazioni dei prezzi (Isae, 2007) sia la trasmissione degli shock da un sistema all'altro (Devlin e Brummitt, 2008).

2.3 Sovereign Wealth Fund nei mercati internazionali

Tabella 2.5: Analisi degli indicatori di trasparenza (2012)

Denominazione	Asset stranieri (3)	Swf Scoreboard	Gapp
Abu Dhabi Investment Authority	100,0	11	71
Government Pension Fund -Global	85,9	100	96
State Administration of Foreign Exchange (1)	59,4	-	-
China Investment Corporation	19,8	57	60
Hong Kong Monetary Authority	80,1	70	74
Kuwait Investment Authority	68,6	63	71
Government Singapore Investment Corporation	100,0	65	78
Temasek Holdings	82,0	73	82
National Social Security Fund	19,4	70	74
Dubai World	100,0	55	62
National Wealth Fund	100,0	50	52
Qatar Investment Authority	100,0	15	15
Future Fund	23,9	80	90
Revenue Regulation Fund	81,4	29	32
Lybian Investment Authority (1)	100,0	-	-
Mubadala Development Company	14,1	59	66
International Petroleum Investment Company	77,7	26	26
Reserve Fund	100,0	50	52
Kazakhstan National	82,4	65	67
Alaska Permanent Fund Corporation	34,0	92	96
Brunei Investment Agency	76,3	21	28
Korea Investment Corporation	98,5	60	67
Khazanah Nasional	5,8	44	48
National Development Fund	76,7	29	32
State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	77,2	76	76
Strategic Investment Fund (1) (2)	-	-	-
National Pensions Reserve Fund	48,6	86	94
Taiwan National Stabilisation Fund (1) (2)	-	-	-
Alberta Heritage Savings Trust Fund	32,1	74	80
National Development Fund	100,0	27	25
Media	69,4	57,3	62,1

(1) Esclusi dalla Swf Scoreboard (Truman, 2012)

(2) Focalizzati nel solo mercato domestico

(3) Percentuale sul totale Aum

Fonte: *elaborazione su Truman (2012), Sovereign Wealth Fund Institute*

Allo stesso modo una maggiore disponibilita' di informazioni gioverebbe anche ai cittadini delle nazioni di origine dei Swf il cui benessere futuro dipende, in molti casi, dalla capacita' di gestione delle risorse e dalla loro allocazione verso attivita' di sicuro interesse.

Per evitare un eccessivo intervento di regolamentazione sarebbe piu' semplice, ad esempio, applicare quelle norme gia' esistenti migliorando il dialogo tra le parti coinvolte attraverso dei "ragionevoli compromessi". Infatti, come evidenziato da Pasca (2009), i paesi che gestiscono i fondi sovrani sono reticenti ad accettare misure limitative alla propria sovranita' e autonomia risultando pero' favorevoli alla creazione di un sistema a salvaguardia dell'apertura dei mercati internazionali ai capitali stranieri e, contemporaneamente, della stabilita' finanziaria.

2.4 Conclusioni

A partire dal nuovo millennio, il ruolo dei paesi emergenti nello scenario internazionale ha assunto un connotato totalmente differente. Da semplici spettatori, queste economie hanno consolidato il ruolo di volano per quanto riguarda non solo la ricchezza mondiale ma anche i flussi commerciali e dei capitali.

Questo fenomeno assume dei lineamenti di lungo periodo dove queste realta' economiche hanno rafforzato la loro posizione in termini di ricchezza mondiale, scambi internazionali e movimenti di capitale (sotto forma di investimenti diretti esteri).

In questo nuovo contesto si inseriscono i *Sovereign Wealth Fund*, ovvero investitori ad alto potenziale, la cui popolarita' e' cresciuta notevolmente durante la recente crisi finanziaria quando sono stati coinvolti nelle attivita' di ricapitalizzazione delle principali banche americane mostrandosi, pur mantenendo la loro impostazione strategica, come un canale alternativo per stabilizzare la limitata disponibilita' di finanziamento.

L'espressione *Sovereign Wealth Fund* e' stata coniata da Rozanov che, sulla base degli obiettivi strategici li differenzia sia dai fondi pensione sia dalle riserve ufficiali. Alla base della creazione di un fondo sovrano vi e' la notevole disponibilita', da parte dello Stato, di risorse monetarie che non possono essere assorbite immediatamente nel sistema economico e/o che gli stessi policy maker decidono di utilizzare al fine di ottenere dei ritorni per le generazioni future.

Sulla base delle fonti di finanziamento, sugli obiettivi e sulle strategie di gestione di questi strumenti, la letteratura accademica ha fornito una serie di classificazioni che hanno permesso di segmentare questi attori sotto differenti punti di vista; classificazioni che non devono essere pero' utilizzate in modo particolarmente rigido,

infatti molti Swf possono perseguire contemporaneamente piu' obiettivi oppure modificarli nel tempo a seconda delle esigenze nazionali.

Alla fine del 2013, e' possibile individuare oltre 60 fondi attivi su scala mondiale che concentrano la loro disponibilita' finanziaria, quasi sei trilioni di dollari, tra il continente asiatico e l'area medio-orientale.

L'attivita' degli investimenti dei Swf, ad esclusione del 2008, e' risultata particolarmente vivace concentrandosi maggiormente nei paesi Ocse, grazie al maggior grado di tutela fornito agli investitori e dalle migliori opportunita' che questi paesi sono in grado di fornire, non tanto per i fondamentali economici ma per la possibilita' di acquisire partecipazioni in aziende strategiche. Per quanto riguarda l'allocazione settoriale, pur assistendo recentemente a una progressiva diversificazione del portafoglio, sono i servizi finanziari e il comparto manifatturiero a mostrare un maggiore appeal.

Questa notevole disponibilita' economica ha sollevato un ampio dibattito sugli impatti potenziali e sulle politiche di gestione delle attivita' di investimento tanto da alimentare un maggiore orientamento protezionistico. Questi timori derivano dal fatto che gli obiettivi perseguiti potrebbero non essere esclusivamente di natura economica ma finalizzati al possesso di tecnologie avanzate o sorretti da motivazioni di natura "politica"; inoltre molti dei Swf presentano una ridotta trasparenza circa l'ammontare delle risorse detenute e delle finalita' perseguite.

Nonostante queste preoccupazioni, ad oggi i Swf non hanno mostrato comportamenti "predatori" nell'economia target anzi, soprattutto durante la recente crisi finanziaria, hanno svolto un ruolo di stabilizzazione dei mercati fornendo un giusto apporto di liquidita' non disponibile attraverso i canali tradizionali.

Quindi, l'introduzione di regole e principi di condotta accompagnata da una crescente regolamentazione dei mercati finanziari potrebbe limitare queste iniezioni di capitale ma, parallelamente, sarebbe necessaria una maggiore disponibilita' di informazioni sull'attivita' dei fondi stessi fugando qualsiasi dubbio circa le loro finalita'. A tal proposito, si potrebbe pensare di introdurre dei "ragionevoli compromessi" attraverso i quali gli attori coinvolti possano ottenere dei benefici reciproci.

Bibliografia

Aykut D., Ratha D., (2003), "South-South FDI flows. How big are they?", in "Transnational Corporations", vol.11, N°1, Unctad, pp. 149-176.

Aizenman J., Glick R., (2008), "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance", NBER Working Papers 14562, National Bureau of Economic Research, Inc.

Aizenman J., Jaewoo L., (2007), "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory, and Evidence", Open Economy Review, Vol. 11, pp.191–214.

Avendano R., Santiso J., (2009), "Are SWF Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds", Oecd, Emerging Markets Network Working Paper.

Balding, C., (2008), "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", Working paper, University of California-Irvine.

Beck R., Fidora M., (2008), "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", European Central Bank, Occasional Papers, 91.

Beck R., Fidora M., (2009), "Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis", European Business Organization Law Review, 10, pp 353367.

Bertoni F., (2008), "Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?", in Osservatorio Monetario n. 3/2008, pp 31-48.

Bertoni F., Lugo S., (2009), "Fondi sovrani: opportunita', minacce, speranze e illusioni", Economia e Politica industriale, FrancoAngeli Editore, vol. 36(3), pp.133-158.

Bortolotti B., Fotak V., (2009), "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance", Fondazione ENI Enrico Mattei Working Papers No. 22.2009.

Bortolotti B., Barbary V., (2012), "Follow the Money", Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011, Sovereign Investment Lab, Universita' Bocconi.

Castelli M. e Scacciavillani F., (2012), "The new economics of Sovereign Wealth Funds", The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, New York.

Chamberlain, G. (1984), Panel data, in Handbook of Econometrics, vol. 2, Z. Griliches and M.D. Intriligator (eds.), Elsevier Science, Amsterdam, pp. 1247-1318.

Chamberlain, G. (1993), Feedback in Panel Data Models, Mimeo, Department of Economics, Harvard University.

Clark G.L., Monk A.H. B., (2011), "Modernity, Imitation, and Performance: Sovereign Funds in the Gulf", available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1775353> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1775353>.

Das U.S., Lu Y., Mulder C., Sy A., (2009), "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations", WP/09/179, International monetary fund.

Devlin, W., B. Brummitt (2008), "A Few Sovereigns More: The Rise of Sovereign Wealth Funds", Australian Treasury.

Dunning J.H., (1981), "Explaining the international direct investment position of countries: towards a synameic or developmental approach", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 119, pp. 30-64.

Dunnig J.H., (1993), "Multinational Enterprises and the Global Economy", Reading, Mass.: Addison-Wesley.

Fmi, (2007), "Global Financial Stability Report", October 2007, Annex 1.2.

Gilson R.J., Milhaupt C.J., (2008), "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism", in *Stanford Law Review*.

Greenspan A. (1999) "Currency Reserves and Debt", Remarks by the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before The World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, Washington, D.C., 29 April 1999.

Hatton K.J., Pistor K., (2012), "Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds", *Columbia Journal of*

Transnational Law, Vol. 50, No. 1, 2012; Columbia Law and Economics Working Paper No. 395.

Hildebrand P.M., (2007), "The Challenge of Sovereign Wealth Funds", speech to the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 2008.

Hildebrand P.M., (2007b) "Four tough questions in foreign reserve management" in Johnson- Calari J., Rietveld M. (eds) "Sovereign Wealth Management", Central Banking Publications, London, 2007.

Isae, "Ruolo e prospettive dei fondi sovrani", Roma, nota mensile novembre-dicembre 2007.

Jeanne O., Ranciere R., (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", IMF Working Paper No. 06/229.

Jen S.L., "Sovereign Wealth Fund Investment Strategies: Complementing Central Bank Investment Strategies", in Das U.S., Mazarei A., Van der Hoorn A., "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", (pp. 3-15), Washington DC: Imf, 2010.

Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M., (2010) "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues", World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.

Kern S., (2008), "SWFs and foreign investment policies - an update", Discussion paper, Deutsche Bank Research.

Kimmit R. M., (2008) "Public footprints in private markets", Foreign Affairs, 87, 1, January/February 2008

Klitzing E., Lin D., Lund S., Nordin L., "Demystifying Sovereign Wealth Funds", in Das U.S., Mazarei A., Van der Hoorn A., "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", (pp. 3-15), Washington DC: Imf, 2010.

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

Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. (2006), "The external wealth of nations mark II", CERP Discussion Paper No. 5644, Center for Economic Policy Research, London.

Lesmond D.A., (2005), "Liquidity of emerging markets", Journal of Financial Economics 72, 411-542.

Lossani M., Bertoni F., Chiarlone S., (2010), "Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali", Brioschi, Milano.

McFadden, D. 1974. Conditional logit analysis of qualitative choice behavior. In *Frontiers in Econometrics*, ed. P. Zarembka, New York: Academic Press, 10542.

McFadden, D. 1984. Econometric analysis of qualitative response models. In *Handbook of Econometrics*, ed. Z. Griliches and M.D. Intriligator, Vol. 2, Amsterdam: North-Holland, 1385-1457.

Maddala G.S., (1987), "Limited Dependent Variable Models Using Panel Data", *The Journal of Human Resources*, Vol. 22, No. 3 (Summer, 1987), pp. 307-338.

Pasca di Magliano R., (2009), "Fondi di Ricchezza Sovrana", LED Edizioni Universitarie di Lettere Economia Diritto, Milano.

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

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

Rozanov, A., 2005, "Who Holds the Wealth of Nations," *Central Banking Journal*, Vol. 15, no. 4.

Santiso J., (2008), "Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nation", *Oecd, Emerging Markets Network Working Paper*.

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

Truman E., (2011), "Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?", *Working Paper Series WP11-12*, Peterson Institute for International Economics.

Unctad (2009), "Assessing the impact of the current financial and economic crisis on global FDI flows", *UNCTAD/DIAE/IA/2009/4*.

Unctad (2012), "Towards a New Generation of Investment Policies", *World Investment Report*, 2012/5.

Zilinsky J., (2009), "Understanding Sovereign Wealth Funds", *Senior thesis*, Harvard University.

3 Le determinanti macroeconomiche dei Swf: un'analisi empirica dei fatti stilizzati

3.1 Introduzione

Lo sviluppo e la profondita' del fenomeno dei fondi sovrani puo' essere constatata nel fatto che la nascita di tali strumenti non e' ristretta a un determinato arco temporale ma ha abbracciato un periodo particolarmente ampio e ha riguardato tutti i continenti, coinvolgendo le realta' avanzate e quelle emergenti. La creazione di un fondo sovrano e' spesso correlata ad una serie di motivazioni, ognuna delle quali corrisponde ad un preciso obiettivo di politica economica. Pur non esistendo dei modelli teorici attraverso i quali individuare i motivi alla base della realizzazione di un fondo sovrano (Das et al. 2009), la recente letteratura accademica pone tra le principali spiegazioni il notevole accumulo di capitale (di natura corrente e finanziaria) e, in alcuni casi, anche la volonta' delle nazioni stesse di voler rafforzare il proprio ruolo nei mercati internazionali (Clark e Monk, 2011; Hatton e Pistor, 2011); allo stesso modo e' possibile rinvenire anche alcuni elementi ostativi quali la mancanza di capitale umano adeguato (soprattutto nelle realta' emergenti) o la presenza di istituzioni non efficienti (Kauffman et al. 2010).

All'interno di questo capitolo si procedera', in modo preliminare, a passare in rassegna quegli elementi che la letteratura accademica di riferimento ha indicato come i principali driver per la realizzazione di un fondo sovrano, ovvero il processo di accumulazione delle riserve estere e il surplus delle parte corrente della Bilancia dei Pagamenti.

Dopo questo primo inquadramento teorico, l'attenzione si focalizzera' sull'analisi empirica di queste determinanti andando a testare se le ipotesi precedentemente

individuare possono essere considerate come valide e se è possibile individuare nuovi fatti stilizzati che potrebbero in qualche modo incidere, in modo positivo o negativo, sulla decisione da parte di un governo di porre in essere tali strumenti di investimento.

3.2 Il processo di accumulazione delle riserve

L'inizio del nuovo millennio ha fatto registrare un rapido e costante processo di accumulazione delle riserve straniere detenute, prevalentemente all'interno delle economie emergenti.

Tale fenomeno deve la sua significatività grazie al notevole contributo al surplus sia delle partite correnti che del conto capitale, a seconda della struttura economica della stessa economia domestica. Ad esempio se nei paesi dell'area medio-orientale è stata la prima voce a svolgere un traino fondamentale, in altre regioni mondiali (ad esempio l'America meridionale tra il 2004 e il 2006) si è registrato un notevole surplus derivante dagli ingenti capitali stranieri in entrata, sotto forma di IDe, concentrati nei periodi di ciclo economico espansivo (Ocampo e Griffith-Jones, 2010).

Questa disponibilità di riserve, che rappresenta la principale fonte di finanziamento dei Swf, deriva dalla necessità degli Stati "detentori" di perseguire determinate finalità che, prendendo in considerazione la letteratura di riferimento, possono essere correlate a due motivazioni.

La prima "competitiva" (definita anche come nuovo mercantilismo) pone l'attenzione sulle strategie adottate da alcuni paesi, in particolare quelli export led, di bilanciare i costi derivanti da un massiccio avanzo delle partite correnti (denominate in dollari) mantenendo deprezzato il tasso di cambio e, di conseguenza, favorendo una migliore competitività delle merci nei mercati internazionali.

La seconda motivazione, sviluppata solo di recente in letteratura, pone maggiore attenzione alla c.d. "self-insurance" ovvero sulla necessità di disporre di un elevato livello di riserve al fine di stabilizzare l'economia domestica di fronte a tensioni finanziarie, sempre più frequenti a causa della notevole integrazione economica post globalizzazione.

Tale ipotesi trova alcune conferme nei lavori di Obstfeld et al. (2007), Ocampo (2007) e Wyplosz (2007), dove si individua una correlazione significativa tra

le riserve detenute e l'apertura finanziaria internazionale dell'economia locale¹ mentre Aizenmann (2006) evidenzia come l'accumulo di tali risorse andrebbe a compensare, soprattutto nei commodity exporters, le fluttuazioni sul tasso di cambio a seguito di shock negli scambi commerciali.

Nonostante queste motivazioni siano valide dal punto di vista della stabilizzazione economica, i recenti lavori di Jeanne e Ranciere (2006) hanno però mostrato che se il livello di riserve detenute appare ottimale per i paesi dell'America latina, per quelli del continente asiatico è possibile individuare un eccessivo livello di detenzione che potrebbe essere giustificato solamente nel caso di una crisi finanziaria di dimensioni internazionali.

Quest'ultima ipotesi va quindi a individuare alcune situazioni nelle quali, probabilmente, l'eccesso di risorse monetarie potrebbe essere utilizzato per finalità strategiche e veicolato attraverso particolari strumenti di investimento.

3.3 Partite correnti e conto capitale: alcune considerazioni

Per comprendere meglio i legami tra Swf e surplus delle partite correnti, appare di particolare importanza conoscere le relazioni che si realizzano nei mercati internazionali.

Sostanzialmente, i paesi con un deficit nelle partite correnti sono importatori netti e necessitano di credito "straniero", da parte dei paesi in surplus, per acquistare i beni/servizi di cui necessitano; quindi ad ogni incremento nelle partite correnti di uno Stato corrisponde una maggiore possibilità di finanziamento. Di conseguenza, questa disponibilità produce un'immediata relazione con il risparmio nazionale che può essere espressa nel seguente modo:

$$CAB = S - I \quad (3.1)$$

dove CAB esprime la bilancia delle partite correnti, S i risparmi nazionali e I gli investimenti complessivi.

Partendo da quanto espresso da Ocampo e Griffith-Jones (2010), per avere un quadro completo relativo al percorso di accumulazione di risorse, appare utile

¹Anche espressa dal rapporto tra la componente monetaria M2 e il Pil.

differenziare, prendendo in considerazione un'economia aperta, la relazione tra partite correnti e conto capitale

$$\Delta R - \Delta F = X - M = S - I \quad (3.2)$$

dove ΔR indica il livello di riserve straniere detenute, ΔF i flussi di capitale stranieri, $X-M$ il surplus delle partite correnti mentre $S-I$ la relazione tra risparmio e investimento nazionale.

Quest'ultima indica come il processo di accumulazione, al netto del finanziamento da fonti estere, puo' derivare solamente dalla realizzazione di un surplus nazionale di risparmio o, in modo speculare, da un segno positivo delle partite correnti.

Sulla base di tale identita', in una situazione di eventuale deficit, o una situazione in pareggio, il processo di accumulazione delle riserve dovra' essere interpretato come una controparte dei flussi di capitale; in questa situazione ΔR viene indicato come "borrowed reserves", ovvero l'ammontare delle "riserve in prestito".

Introducendo anche il sistema monetario, la (3.2) puo' essere cosi' riscritta

$$S - I = \Delta M - \Delta L - \Delta F \quad (3.3)$$

dove M rappresenta la quantita' di moneta in circolazione nel sistema economico mentre L indica la quantita' immessa dal sistema bancario nazionale.

Di conseguenza, al fine avviare un processo di accumulo di riserve estere, i flussi di capitale non si devono tradurre nella creazione di nuova moneta ma devono necessariamente essere alimentati dall'estero.

Tale meccanismo di funzionamento sta' alla base delle formazione degli asset a disposizione dei Swf, ed e' quindi possibile comprendere come l'evoluzione storica di alcune voci macroeconomiche tende a impattare, in modo positivo o negativo, sulla realizzazione di tali strumenti all'interno dei singoli sistemi nazionali.

Deve essere inoltre ricordato come, nelle economie avanzate questi asset sono prevalentemente detenuti nel settore privato e solamente una piccola parte resta nella mani di quello pubblico, in particolare all'interno delle Banche centrali sotto forma di riserve.

In questa circostanza, le stesse autorita' monetarie preferiscono focalizzare le loro

attività verso asset particolarmente liquidi in modo da garantire, sia alle imprese sia ai cittadini, un immediato accesso alle valute internazionali per soddisfare le proprie esigenze.

Nei sistemi economici minori, invece, si possono delineare due situazioni differenti. Nel primo caso, si fa riferimento ad un paese privo di risorse naturali nel quale il settore finanziario è gestito direttamente dall'autorità pubblica che attraverso le autorità monetarie, o agenzie specializzate, inietta liquidità attraverso operazioni di mercato aperto (raramente opera nei mercati internazionali e non ha obiettivi di massimizzazione di profitti). Nel secondo caso si tratta di economie con un'elevata disponibilità di commodity nelle quali gran parte delle risorse generate dalle esportazioni sono trattenute dallo Stato, o istituzioni parallele, e gestite con specifiche finalità anche attraverso l'utilizzo di appositi fondi.

La presenza di un surplus strutturale nella CAB, tanto da favorire l'accumulo delle risorse in specifici veicoli di investimento, sembrerebbe andare ulteriormente a confermare che l'aggiustamento delle partite correnti, proposto nel modello Mundell-Fleming, non è poi così automatico anzi è possibile individuare situazioni nelle quali il segno positivo si mantiene stabilmente nel lungo periodo.

3.4 Le motivazioni alla base dell'accumulo degli asset stranieri

Partendo dalle considerazioni preliminari espresse all'interno del precedente paragrafo, appare interessante capire anche le motivazioni che spingono all'accumulazione degli asset stranieri, per tale scopo si fa riferimento a quanto trattato da Ocampo e Griffith-Jones (2010).

La prima può essere identificata nella c.d. "wealth substitution motive", dove l'avanzo delle partite correnti deriva dalla trasformazione delle risorse naturali a disposizione in asset stranieri più o meno liquidi, a seconda della modalità di investimento adottata; nel caso in cui questi asset non venissero trasformati, e accumulati, andrebbero a generare probabilmente degli investimenti domestici oppure consumati.

Soprattutto in quest'ultimo caso, una delle problematiche maggiori risiede nel parallelo apprezzamento del tasso di cambio reale con un conseguente sviluppo dei settori "non tradable" a discapito degli altri (fenomeno che la letteratura è co-

nosciuto come "Dutch disease") e una mancata diversificazione verso quei settori produttivi che, nel lungo periodo, andrebbero a essere influenzati negativamente dal costante depauperamento delle risorse naturali.

In questo caso, le decisioni dei policy maker dovrebbero tener conto di questo trade-off tra lungo e breve periodo, infatti se nei paesi avanzati si andrebbe a privilegiare l'accumulo di risorse affinché siano impiegate per massimizzare il benessere nazionale, in quelli in via di sviluppo si potrebbe pensare di utilizzarle immediatamente impattando direttamente sull'economia domestica.

La seconda, invece, fa riferimento al c.d. "resilient surplus motive" ovvero mantenere un surplus delle partite correnti in modo strutturale; tale fenomeno è sostanzialmente favorito da politiche economiche volte a mantenere il tasso di cambio effettivo al di sotto di quello reale al fine di consentire una notevole competitività nei mercati internazionali.

Appare evidente come, in questa specifica situazione, il meccanismo di aggiustamento automatico di questo surplus viene meno in quanto un apprezzamento repentino del tasso di cambio potrebbe non modificare i livelli del surplus e generare una reazione negativa nell'attività economica e finanziaria domestica con una conseguente caduta dei consumi (anche sottoforma di importazioni), un accumulo del risparmio e lo sviluppo di fenomeni speculativi nei differenti asset presenti nel mercato nazionale (quanto avvenuto in Giappone tra il 1990 e il 2000).

Un'altra possibilità, la terza, può essere rintracciata nel c.d. "counter cyclical motive"; in questo caso si assume che l'accumulazione, generata nei periodi in cui il sistema economico attraversa una fase di crescita, venga utilizzata nei cicli recessivi dovuti o ad una trasformazione della domanda internazionale o alla fluttuazione dei prezzi dei beni. In termini di politica economica, appare particolarmente difficile riuscire ad identificare se tale shock sia di natura prettamente ciclica oppure strutturale, proprio per questo motivo risulta utile per un paese detenere tali risorse al fine di sorreggere, quanto possibile, il sistema economico.

La quarta ed ultima motivazione è definita "self-insurance" e si realizza nel momento in cui l'abbondanza di riserve straniere deriva da una maggiore disponibilità di capitali stranieri piuttosto che dai surplus commerciali.

La letteratura accademica ha mostrato come tali flussi appaiono, soprattutto per le economie emergenti, fondamentali per sorreggere la crescita ma allo stesso modo se ne evidenziano anche gli effetti negativi associati a un loro cambio di rotta; per questo motivo l'ampiezza dell'accumulo tende ad essere correlata positivamente

sia alla volatilità sia al livello di apertura nei confronti di questi movimenti di capitale.

In presenza di un sistema finanziario non particolarmente sviluppato e in grado di sorreggere l'economia domestica, l'accumulo di riserve viene visto come uno strumento di politica economica volto a contrastare situazioni di improvviso deflusso di capitali stranieri.

Tabella 3.1: Motivazioni alla base dell'accumulazione di riserve straniere

	Current account surplus		Capital flow
	Long-term	Short term	
Commodity	Wealth substitution	Counter-cyclical (prices)	
Non-Commodity	Resilient surplus	Counter-cyclical (volumes)	Self-insurance

Le motivazioni precedentemente descritte, sintetizzate nella tabella 3.1, possono essere utilizzate per definire non solo i canali di approvvigionamento di un Swf ma, sulla base della dimensione temporale degli obiettivi, anche la tipologia.

Per quanto riguarda le prime due situazioni, di lungo periodo, sembrerebbe maggiormente probabile la nascita di un "saving fund" mentre per quanto riguarda la gestione dei surplus derivanti dai flussi di capitale appare più efficace la creazione di uno strumento a supporto delle autorità monetarie nella gestione delle riserve. Infine nelle situazioni intermedie, di breve periodo, la tipologia di Swf potrebbe essere quella "stabilisation".

Va però ricordato, come espresso nei paragrafi precedenti, che gli obiettivi dei Swf possono mutare nel tempo anche a seconda delle differenti fasi nelle quali si trova il sistema economico domestico.

3.4.1 La gestione delle riserve: un'applicazione dei paesi con Swf "commodity"

Nel paragrafo precedente sono state illustrate una serie di motivazioni che vanno a spiegare il motivo per cui un paese tenderebbe a reinvestire le riserve in eccesso anziché focalizzarle totalmente nell'economia domestica. Accanto a questi elementi deve essere sottolineato anche il fatto che, molto spesso, lo stesso sistema domestico, soprattutto nelle economie emergenti, non è in grado di assorbire immediatamente tale quantità di denaro; allo stesso modo, un percorso di sviluppo

a seguito di eventuali iniezioni di capitali non sarebbe facilmente riscontrabile nel breve periodo, anzi tenderebbe a manifestare i suoi effetti lungo un arco temporale piu' esteso.

Con lo scopo di evidenziare come i singoli Stati tendono a gestire le riserve in eccesso, riprendendo quanto descritto da Castelli e Scacciavillani (2012), verra' proposto come esempio esplicativo un paese esportatore dotato di un'elevata intensita' di beni commodity.

In questo caso specifico, l'obiettivo del paese detentore sara' ovviamente orientato nel lungo periodo con lo scopo di trasformare la ricchezza attualmente detenuta nei giacimenti in ritorni positivi per le generazioni future. Un elemento di interesse relativo alla gestione di tali risorse puo' essere estrapolato facendo riferimento a quanto descritto nella c.d. Hotelling's rule (1931) nella quale si definiscono le relazioni tra la quantita' ottimale di estrazione di una risorsa naturale e la massimizzazione dei suoi profitti:

$$\frac{\partial X}{\partial t} = Y(t) \tag{3.4}$$

dove X esprime lo stock di risorse e Y(t) indica la quantita' estratta in ogni periodo t. Partendo da questa formulazione, il profitto derivante dal processo estrattivo puo' essere scritto come

$$\Pi(t) = pY(t) \tag{3.5}$$

dove p indica il prezzo della commodity in questione.

Tale profitto pero' subisce una sorta di deprezzamento che, in una situazione di equilibrio, appare uguale al tasso di interesse r costante nel tempo.

Il problema di massimizzazione viene quindi individuato da Hotelling nel seguente modo

$$\max \int_0^{\infty} pYe^{-rt} dt \tag{3.6}$$

e risolto infine attraverso

$$p_t = p_0 e^{rt} \quad (3.7)$$

quest'ultima equazione indica come il prezzo della commodity, per massimizzare i profitti, dovrà crescere esponenzialmente nel tempo a un livello pari al tasso di interesse.

Quindi, se il prezzo dovesse crescere i profitti tenderebbero a superare il livello del tasso di interesse; ciò implicherebbe o un aumento dell'offerta da parte dei produttori o l'ingresso nel mercato di nuovi operatori con un conseguente ritorno al prezzo di equilibrio. Al contrario, una riduzione di p provocherebbe una contrazione della produzione e un seguente innalzamento del valore verso l'equilibrio di partenza.

Il meccanismo descritto da Hotelling, nonostante la sua semplicità, presenta però dei limiti rispetto al funzionamento reale del mercato, in quanto assume alcune ipotesi particolarmente restrittive. Ad esempio, il progresso tecnologico non viene considerato e allo stesso tempo si assume che sia la domanda futura che l'evoluzione del tasso di interesse siano conosciuti; inoltre, implica che il processo produttivo può essere facilmente gestito, incrementandolo o ritardandolo sia nel presente sia nel futuro.

Accanto a questi elementi, la Hotelling's rule non considera nemmeno come il consumo attuale di una unità presenta un costo-opportunità uguale al valore marginale del profitto ottenuto vendendo la stessa quantità al tempo $t+1$. La valutazione di tale trade-off, considerata come l'evoluzione di quanto descritto da Hotelling, trova una sua collocazione all'interno della c.d. "Permanent Income Hypothesis (PIH)" secondo la quale l'individuo basa il suo livello di consumo (o risparmio) non sull'attuale disponibilità reddituale ma sulle sue aspettative future.

$$C_t = r \left[F_t + \sum (T_{t+1} + i/(1+r)^i) \right], \quad 0 < i < \infty \quad (3.8)$$

L'equazione 3.8 in sostanza può essere applicata al caso di un paese con elevata disponibilità di risorse naturali.

C_t indica il consumo ottimale al tempo t , F_t rappresenta il valore delle risorse (non consumate) derivanti dalla vendita della commodity in ogni arco temporale mentre T_t rappresenta il livello atteso, da parte delle autorità statali, degli introiti; r_t , infine, indica il tasso reale di rendimento della ricchezza delle risorse naturali.

In quest'ottica, il livello di consumo al tempo t della popolazione residente all'interno del paese è uguale al tasso reale di rendimento moltiplicato per il valore netto, ai prezzi correnti, della ricchezza futura attesa.

Questo equilibrio intertemporale va a identificare come le generazioni attuali tenderebbero ad armonizzare i propri consumi nell'ottica di preservare la ricchezza disponibile anche per quelle future, seguendo un'allocazione delle risorse tipica dei trasferimenti intergenerazionali.

Un ultimo elemento da considerare, espresso da Barnett e Osofsky (2003), è relativo alla c.d. "bird in hand hypothesis". Sulla scia di quanto espresso dalla PIH, gli autori concludono che gli introiti derivanti dalla vendita delle commodity devono essere assorbiti all'interno di un veicolo finanziario, quale un Swf, e il futuro depauperamento delle risorse dovrà essere compensato con gli introiti derivanti dall'attività di investimento del fondo stesso.

Tali attività inoltre, restando nel caso specifico dei paesi commodity exporter, rappresentano uno strumento di politica economica fondamentale volto sia a sopperire le difficoltà dei settori non oil sia a stabilizzare l'economia domestica nel caso di eccessiva volatilità dovuta al naturale ciclo dei prezzi energetici.

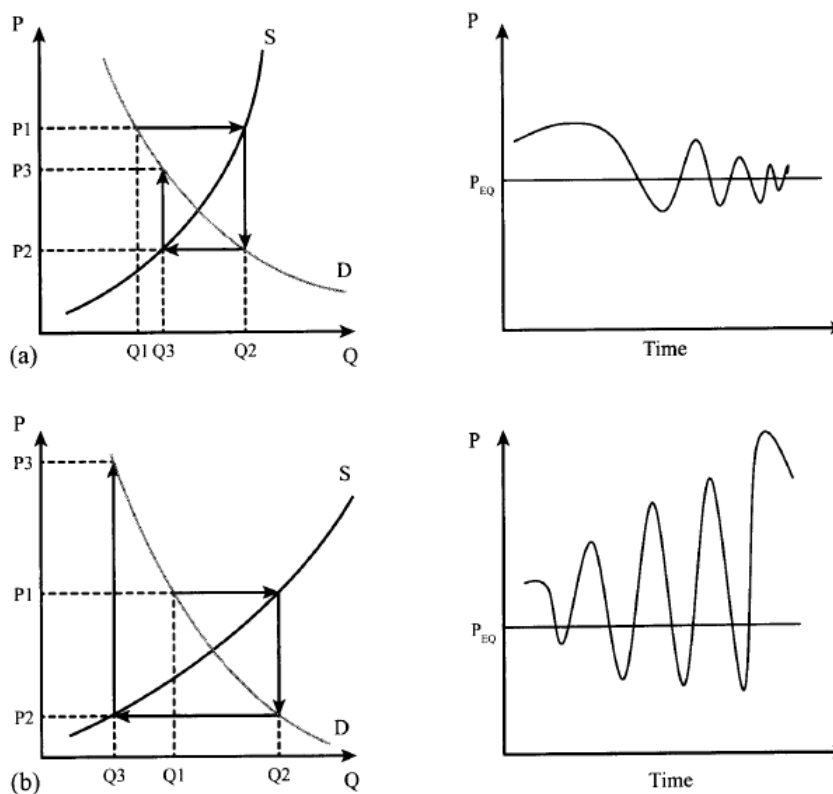
Questa riserva di capitale, definita dagli stessi autori come "room to maneuver", è risultata una strategia vincente in molti casi, nello specifico si può fare riferimento a quello norvegese che, grazie alle notevoli risorse accumulate, ha permesso non solo di proteggersi da eventuali situazioni di "Dutch disease" ma anche di alimentare una crescita costante nel tempo, trasversale ai vari settori produttivi.

Ovviamente, come anticipato nei paragrafi precedenti, ogni sistema presenta delle caratteristiche differenti quindi appare particolarmente difficile riuscire a definire una strategia univoca per i singoli Swf; va inoltre detto che, in termini di obiettivi e strategie, tali strumenti possono modificare le proprie attività e scelte sulla base delle mutevoli condizioni economiche nelle quali si trova a operare.

Dopo aver considerato gli aspetti legati alla domanda di materie prime, risulta utile comprendere anche le dinamiche che alimentano il lato dell'offerta. Nel corso degli anni, i prezzi delle commodity hanno mostrato degli andamenti particolarmente altalenanti influenzando di conseguenza l'ammontare di denaro da

trasferire nelle casse dei Swf.

Figura 3.1: Equilibrio tra domanda e offerta di commodity



Fonte: Castelli e Scacciavillani (2012)

Come analizzato da Castelli e Scacciavillani (2012), per avere un'idea circa le condizioni di equilibrio in questo mercato, e gli effetti delle fluttuazioni cicliche dei prezzi, e' possibile fare riferimento alla "Cobweb theory" sviluppata da Kaldor (1938).

La figura 3.1 mostra come in una situazione di equilibrio la produzione e i prezzi saranno fissati rispettivamente nella posizione P1 e Q1; a seguito di uno shock tale situazione tende a modificarsi con i produttori che, nell'anno successivo, faranno riferimento a P1 con una quantita' fissata a Q2. In questo nuovo equilibrio pero' il prezzo che i compratori sono disposti a sostenere e' P2, piu' basso rispetto a quello stabilito dai produttori.

Cio' comportera' che l'anno seguente, per un prezzo P2 i produttori aggiusteranno la loro offerta alla quantita' Q3 con un equilibrio finale al livello P3. In questo caso, il grafico mostra come nel giro di qualche anno le fluttuazioni tenderanno a

rallentare fino a stabilizzarsi sul prezzo di equilibrio.

Una delle condizioni principali per raggiungere tale posizione è che la curva di offerta sia più ripida rispetto a quella della domanda, in caso contrario (quadrante B) le oscillazioni non si normalizzeranno, innescando una spirale dei prezzi: con il passare del tempo, le fluttuazioni cicliche saranno sempre più ampie.

Quest'ultima parte, legata ai processi di aggiustamento tra domanda e offerta di commodity, andrebbe quindi a spiegare come, a seconda della velocità di aggiustamento dell'offerta agli shock, si possono verificare dinamiche di differente intensità che in un paese detentore di un Swf si ripercuotono immediatamente sulla disponibilità finanziaria dello stesso e sulle sue strategie di gestione.

3.5 Approccio empirico

3.5.1 Analisi introduttiva dei dati

Con lo scopo di evidenziare alcuni fatti stilizzati, ed identificare nuove assunzioni, è stata costruita una banca dati contenente, per tutte le economie mondiali, un set di variabili derivanti dal *World Development Indicator* (2012)

Una prima idea dimensionale del fenomeno deriva dalla tabella 3.2 dove, suddividendo il campione sulla base della presenza o meno di un Swf, sono raccolte informazioni su alcune variabili ritenute funzionali per l'analisi; su queste sono stati condotti in via preliminare dei test sulle medie, i cui risultati sono presentati in appendice, per verificarne la significatività; nella tabella 3.3 invece è presente il dettaglio delle singole variabili e la fonte utilizzata.

A partire dal nuovo millennio, i paesi in via di sviluppo hanno modificato le strategie di politica economica e valutaria con lo scopo di ridurre il loro indebitamento nei confronti dei paesi terzi, realizzando notevoli avanzamenti nelle partite correnti e divenendo prestatori netti di capitali, con immediati benefici nel quadro contabile della Bilancia dei Pagamenti.

Una conferma di tale assunzione deriva dal fatto che nell'intero periodo considerato i paesi nei quali è attivo un fondo sovrano presentano, mediamente, un'incidenza delle riserve sul totale del debito estero (*res_ed*) maggiore di circa 4 volte rispetto a quei sistemi economici che non possiedono tali strumenti. La forte correlazione tra accumulo di riserve e la presenza di un Swf troverebbe anche confer-

ma nei lavori di Jeanne e Ranciere (2006[27]) e Aizenman e Jaewoo (2007[40]); secondo tali studiosi, superata una soglia definita come “funzionale”², l’elevata disponibilita’ valutaria tenderebbe a essere utilizzata per finalita’ alternative a quelle tradizionali (legate alle esigenze macroeconomiche del paese detentore) e orientate alla realizzazione di attivita’ maggiormente remunerative.

Tabella 3.2: Statistiche descrittive

	no_Swf			Swf		
	N	Media	Std. Dev.	N	Media	Std. Dev.
fuel_exp	4.974	13,04	30,20	532	42,02	38,90
goods_exp	6.861	33,83	223,36	614	56,29	46,31
res_ed	4.046	50,35	216,42	223	218,34	485,22
ca_gdp	892	-5,60	10,42	239	10,63	36,20
gdp_gro	7.161	3,81	6,26	667	4,70	6,41
gdp_pc_gro	7.126	2,05	6,06	664	2,01	6,35
fdi_in	5.439	3,09	8,18	627	4,50	6,86
fdi_out	674	6,36	43,73	211	4,35	7,68
gross_sav	4.130	18,73	10,00	489	30,28	18,21
infl	5.866	36,64	510,26	565	4,86	5,35
ext_debt	4.011	66,63	84,35	229	38,00	34,84

Fonte: elaborazione su World Development Indicator (World Bank) (2012)

A tale evidenza ha contribuito in modo significativo anche il processo di accumulo avvenuto nei paesi *oil exporter* grazie al notevole aumento delle quotazioni del greggio. Basti pensare che nei paesi senza Swf il peso dei beni petroliferi sul totale delle merci in uscita (*fuel_exp*) e’, in media, circa tre volte inferiore rispetto alla restante parte del campione³.

Accanto alla componente energetica, appare anche utile osservare come su tali valori sono andati ad incidere positivamente anche i flussi di beni venduti all’estero, tant’e’ che nei paesi con un Swf il rapporto tra esportazioni e Pil (*goods_exp*) si attesta mediamente al 56 per cento mentre per gli altri e’ inferiore di oltre 20 punti percentuali.

²Si fa in genere riferimento o alla c.d. *Greenspan-Guidotti rule* [20], l’ammontare di riserve dovrebbe essere tale da coprire tutte le scadenze del proprio debito che abbiano luogo nell’arco di dodici mesi, oppure a quanto proposto da Hildebrand (2007b[66]), il rapporto tra riserve e la quantita’ di moneta in circolazione dovrebbe essere compreso tra il 10 e il 12 per cento o tra il 5 e il 10 per cento a seconda se il regime di cambio sia fisso o fluttuante.

³In questo caso, i governi avrebbero favorito la creazione di tali strumenti finanziari anche con lo scopo di diversificare la propria economia rendendola meno dipendente alle ciclicita’ storiche di tale *commodity*.

Anche prendendo in considerazione l'andamento delle partite correnti rispetto alla ricchezza nazionale (*ca_gdp*) si puo' dedurre che nei paesi in cui tali strumenti finanziari sono assenti il valore medio e' negativo mentre negli altri considerati supera il 10 per cento.

Date le numerose operazioni effettuate sui mercati internazionali dai Swf, appare opportuno osservare anche i processi di internazionalizzazione in termini sia attivi sia passivi. Per quanto riguarda il primo aspetto, mediamente il rapporto tra investimenti diretti esteri in uscita sul prodotto interno lordo (*fdi_out*) appare maggiore per i paesi senza un fondo sovrano mentre la situazione e' capovolta per quanto concerne la direttrice inversa (*fdi_in*). Per i paesi detentori e' possibile rinvenire valori sensibilmente maggiori anche per quanto riguarda la crescita economica, nazionale (*gdp_gro*) e pro-capite (*gdp_pc_gro*), e il livello di risparmio domestico (*gross_sav*) mentre facendo riferimento all'inflazione (*infl*) e al debito estero (*ext_debt*) si riscontrano dei valori piu' bassi.

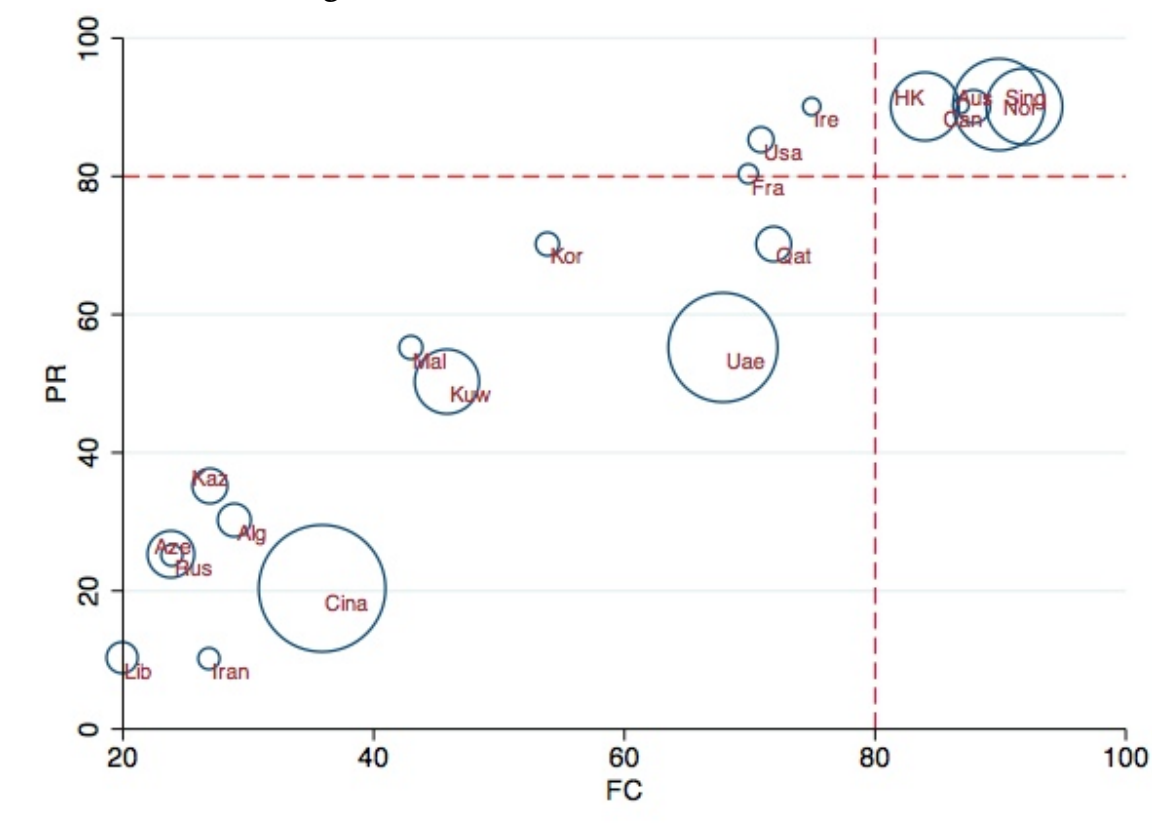
Accanto a questi elementi di natura prettamente economica, si deve anche tener conto del differente grado di sviluppo istituzionale dei paesi trattati facendo riferimento alle informazioni elaborate dall'*Heritage Foundation* e raccolte nel c.d. *Index of Economic Freedom* (2013)⁴.

La maggior parte dei Swf sono attivi all'interno di paesi non Ocse, che spesso presentano regimi non democratici, caratterizzati da valori particolarmente ridotti sia per quanto riguarda la tutela dei diritti di proprieta' sia per l'assenza di corruzione nelle sfere statali⁵. Facendo riferimento ai primi 20 fondi sovrani (oltre il 97 per cento del patrimonio complessivo), e' stato possibile sintetizzare queste informazioni nella figura 3.2 dove l'asse orizzontale e quello verticale rappresentano rispettivamente l'indice *Freedom from Corruption (FC)* e *Property Rights (PR)* mentre la dimensione della bolla e' proporzionale all'ammontare degli asset detenuti dai Swf.

⁴Per le componenti trattate all'interno dell'indice e le modalita' di calcolo si faccia riferimento a <http://www.heritage.org/index/about>.

⁵Questi due indicatori vanno a rappresentare le c.d. *Rule of Law*, ovvero la capacita' dello Stato di garantire l'efficienza del proprio impianto normativo; secondo quanto indicato dall'*Heritage Foundation* valori più alti di tale indicatore sono correlati positivamente con lo sviluppo di un sistema democratico.

Figura 3.2: Fondi Sovrani e Rule of Law



Fonte: elaborazione su dati Heritage Foundation

Sono solamente 5 i paesi che si trovano nella parte alta del quadrante (Norvegia, Singapore, Hong Kong, Australia e Canada), presentando congiuntamente valori significativi⁶ per gli indicatori considerati, denotando quindi una totale efficienza dell'apparato statale; una situazione intermedia si verifica invece per gli Stati Uniti, la Francia e l'Irlanda dove accanto a punteggi elevati per *PR* se ne contrappongono di più bassi per il *FC*. La restante parte dei paesi considerati, dove il patrimonio dei Swf raggiunge una cifra prossima ai 3 trilioni di dollari, sono caratterizzati da valori ridotti; nello specifico in 7 casi (Cina, Federazione Russa, Kazakhstan, Algeria, Libia, Iran e Azerbaijan) si riscontra un forte controllo statale sull'attività economica⁷.

⁶Secondo l'*Heritage Foundation* gli indicatori con un punteggio superiore o uguale ad 80 sono espressione di totale efficienza; al contrario un valore inferiore a 40 indica una situazione di controllo da parte dello Stato.

⁷Cfr. nota 35.

Tabella 3.3: Descrizione delle variabili

Variabile	Descrizione	Fonte
Swf	Variabile binaria, assume valore 1 nell'anno in cui e' costituito il Swf	Swf Institute + Preqin
Indipendente		
Dipendente		
res_ed	Incidenza delle riserve sul debito estero cumulato (%)	World Development Indicators (WDI)
fuel_exp	Incidenza dei prodotti petroliferi sul totale delle esportazioni (%)	World Development Indicators (WDI)
goods_exp	Incidenza delle esportazioni di beni e servizi sul Pil (%)	World Development Indicators (WDI)
ext_debt	Ammontare del debito estero rispetto al reddito nazionale, GNI, (%)	World Development Indicators (WDI)
fdi_in	Ammontare dei flussi di investimento diretti esteri in entrata rispetto al Pil (%)	World Development Indicators (WDI)
infl	Inflazione misurata in termini di variazione annuale degli indici di prezzo al consumo	World Development Indicators (WDI)
gross_sav	Ammontare complessivo del risparmio nazionale (%)	World Development Indicators (WDI)
gdp_pc_gro	Tasso di crescita della ricchezza procapite (%)	World Development Indicators (WDI)
gdp_gro	Tasso di crescita della ricchezza nazionale (%)	World Development Indicators (WDI)
dem	Assume valore 1 se il paese e' ritenuto democratico	World Development Indicators (WDI)
oeecd	Indica l'appartenenza al gruppo Oecd	Economist Intelligence Unit
small	Indica se il paese rientra nei c.d. "small states"	Oecd World Bank

3.5.2 Il modello econometrico di riferimento

L'obiettivo della ricerca e' quello di individuare la presenza di alcune variabili macroeconomiche che impattano sulla probabilita' di realizzazione di un Fondo Sovrano all'interno di un determinato paese. Le osservazioni abbracciano un arco di tempo particolarmente ampio, dal 1960 al 2012, durante il quale sono state individuati 48 paesi con un Swf attivo. La selezione dei paesi di riferimento, sulla base delle indicazioni del *Sovereign Wealth Fund Institute*, e' stata effettuata associando una dummy che va a identificare, o meno, la presenza di un fondo sovrano ad una determinata data.

Nella rilevazione non sono stati censiti quei fondi di origine non federale (es. l'*Alaska Permanent Fund* e l'*Alberta Heritage Saving Trust*) e quelli con obiettivi puramente pensionistici; inoltre nel caso di piu' fondi concentrati nello stesso paese si e' fatto riferimento alla data di creazione di quello piu' antico, cumulandone anche gli asset detenuti.

Rispetto a quanto trattato precedentemente in letteratura, e' stato possibile sia considerare un set piu' ampio di informazioni e di paesi censiti sia studiare l'evoluzione del fenomeno lungo un ampio orizzonte temporale, e non solo in modo *cross-section*.

Considerando la presenza o meno di un Swf come variabile dipendente, per rispondere alla *research-question*, la stima dei coefficienti verra' effettuata partendo da un modello base che e' stato presentato da Aizenman e Glick (2008):

$$Swf_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \text{Indicatori Base}_{i,t} + \gamma x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.9)$$

dove $Swf_{i,t}$ assume valore 1 quando il paese i decide di porre in essere un fondo sovrano al tempo t .

Indicatori Base rappresenta un set di variabili macroeconomiche che, secondo quanto osservato in letteratura, rappresentano dei predittori rilevanti per la realizzazione di un Swf; $x_{i,t}$ e' un vettore di variabili di controllo, strettamente dipendenti tra di loro in quanto il valore al tempo t impattera' sensibilmente sullo stesso valore al tempo $t + 1$, mentre $\varepsilon_{i,t}$ rappresenta l'errore.

Partendo dalla specificazione appena illustrata, saranno successivamente introdotte altre informazioni funzionali all'indagine e, per testare la bonta' e la stabilita'

delle stime, si applicheranno una serie di restrizioni al campione considerato sulla base sia di caratteristiche istituzionali del paese "detentore" sia sull'arco temporale osservato.

3.5.2.1 Approccio ai modelli a scelta discreta: dall'analisi *cross-section* ai dati *panel*

Il modello descritto dalla 3.9 prevede che la variabile dipendente assume un numero finito di realizzazioni, espresse come $\{0, 1\}$, alle quali si associa con p la probabilita' che si verifichi l'evento osservato e con $p - 1$ la situazione opposta. Si individuano pertanto due situazioni opposte, ognuna delle quali presenta una differente probabilita' di realizzazione che per il valore osservato y puo' essere definita come $p^y(1 - p)^{1-y}$ con $E(y) = p$ e $Var(y) = p(1 - p)$.

Considerando x' come un vettore composto da $K \times 1$ regressori e β un vettore di parametri non osservati, e' possibile scrivere la probabilita' condizionata nel seguente modo:

$$p_i \equiv Pr(y_i = 1|x) = F(x'\beta) \quad (3.10)$$

dove $F(\cdot)$, la specifica funzione parametrica di $x'\beta$, e' la c.d. funzione di distribuzione cumulata (c.d.f.) che soddisfa il rispetto del vincolo $0 \leq p \leq 1$, condizione non osservata con l'utilizzo di una regressione lineare. Nella scelta della funzione $F(\cdot)$ possiamo sostanzialmente far riferimento a 3 differenti approcci: logit, probit, probabilita' lineare.

I primi due stimatori, maggiormente utilizzati in letteratura, si differenziano dal fatto che le distribuzioni considerate saranno, rispettivamente, quella logistica oppure quella normale⁸. Per quanto riguarda la terza soluzione, la probabilita' lineare (Lpm), e' associata ad una regressione lineare per la quale non si impone il vincolo che p sia compreso tra 0 e 1.

Riprendendo quanto espresso da McFadden (1974, 1984), i modelli a scelta bi-

⁸La differenza tra le due risiede nel fatto che quella logista presenta delle code piu' "pesanti" simili ad una T di Student con 7 gradi di liberta'.

aria vengono trattati attraverso un approccio econometrico definito a "variabili latenti":

$$y_i^* = x_i' \beta + \mu \quad (3.11)$$

dove y_i^* rappresenta una grandezza non osservabile, c.d. latente, correlata in modo lineare ad una serie di fattori (x_i') e un errore μ , la cui realizzazione puo' condurre alle seguenti specificazioni:

$$y = \begin{cases} 1 & \text{se } y^* > 0 \\ 0 & \text{se } y^* \leq 0 \end{cases} \quad (3.12)$$

Partendo dal modello a variabili latenti (3.11) e (3.12), possiamo indicare la probabilita' di compiere una determinata scelta:

$$Pr(y = 1) = Pr(x_i' \beta + \mu > 0) = Pr(-\mu < x_i' \beta) = F(x_i' \beta) \quad (3.13)$$

dove $F(\cdot)$ e' la funzione di distribuzione cumulata di $-\mu$.

Per i modelli a scelta discreta, fatta eccezione per la Lpm, la stima dei parametri e' effettuata attraverso le tecniche di massima verosomiglianza (*maximum likelihood estimator -MLE-*)⁹. Data una serie di osservazioni indipendenti N , il *MLE* puo' essere definito utilizzando l'operatore logaritmico, nel seguente modo:

$$Q(\beta) = \sum_{i=1}^N \{y_i \log F(x_i' \beta) + (1 - y_i) \log [1 - F(x_i' \beta)]\}$$

$$Q(\beta) = \sum_{i=1}^N l_i(\beta) \text{ da massimizzare per i k elementi di } \beta \quad (3.14)$$

⁹La massimizzazione del modello avviene attraverso il metodo delle interazioni e il *MLE* e' asintoticamente corretto e normalmente distribuito.

Per quanto riguarda la stima dei parametri va ricordato che, mentre negli approcci lineari β misura gli effetti marginali costanti $\delta y / \delta y_i$, nei modelli a scelta discreta x_i non produce una variazione costante in $Pr(y = 1|x)$ in quanto $F(\cdot)$ e' una funzione non lineare di x . Ad esempio, per il modello logit si fa riferimento ai c.d. odds ratio, $p/(1-p) = \exp(x'\beta)$, di conseguenza e^{β_j} indica l'effetto moltiplicativo che una variazione unitaria del regressore x_i genera sulla probabilita' che si realizzi l'evento considerato¹⁰.

Gli aspetti fin qui indicati sono validi nel momento in cui si tratta un campione cross-section, ma nel caso in cui i dati vengono organizzati in una struttura panel appare utile introdurre ulteriori informazioni, nello specifico andremo a considerare una variabile dipendente y_{it} e dei regressori x_{it} dove i denota l'individuo e t il tempo. In questo caso la densita' condizionata deve essere riscritta nella seguente forma:

$$f(y_{it}|a_i, x_{it}) = f(y_{it}, a_i + x_{it}'\beta, \gamma), t = 1, \dots, T_i; i = 1, \dots, N \quad (3.15)$$

dove γ rappresenta dei parametri addizionali e a_i indica l'effetto individuale che a seconda del modello considerato viene trattato in differenti modi.

Per quanto riguarda la selezione dello stimatore, la scelta di un logit appare appropriata non solo perche' restituisce dei coefficienti "maggiori" rispetto a un probit ma anche perche' risulta piu' adatto nel trattamento di un dataset di natura panel, particolarmente ampio, con variabili qualitative dipendenti (Maddala, 1987[39]). Una volta definito l'approccio empirico, il secondo step ha riguardato la necessita' nell'individuazione di un modello a effetti fissi o random.

L'analisi delle variabili trattate ha permesso di scomporre la varianza all'interno delle sue due componenti tipiche di una struttura panel: *within variation*, ovvero la variazione nel tempo o di ogni individuo trattato, e la *between variation*, che indica la variazione tra gli individui.

Tali elementi descrittivi risultano particolarmente utili per un approccio preliminare nella scelta dello stimatore da utilizzare, per quanto riguarda i *fixed effect* infatti i coefficienti dei regressori con una ridotta varianza *within* rischiano di essere stimati in modo non corretto oppure non identificati nei casi in cui tale varianza

¹⁰Considerando le proprieta' della distribuzione $F(\cdot)$, l'effetto marginale tendera' allo zero all'aumentare del valore assoluto di x_i .

risultati nulla. Nel nostro caso, e' possibile osservare come tra i regressori scelti la variazione nel tempo appare abbastanza rilevante tanto da far presagire risultati maggiormente efficienti per uno stimatore a "effetti fissi".

Tale indicazioni preliminari sono state confermate anche attraverso l'applicazione del test di Hausman, al modello di base, che viene riportato nella tabella 3.4.

Tabella 3.4: Hausman test

	— Coefficients —			
	(b) FE	(B) RE	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
res_ed	0,017245	0,0160852	0,0011597	0,0030245
fuel_exp	0,0372503	0,0418835	-0,0046332	0,0019553
goods_exp	0,1773898	0,1477512	0,0296386	0,0105397
		chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B) ^ (-1)](b-B)		
	=	16,3		
Prob>chi2	=	0,001		

3.5.2.2 Interpretazione degli *odds-ratio*

Una delle maggiori difficoltà nell'analisi dei modelli a scelta binaria deriva, a causa della relazione non lineare, dall'interpretazione degli effetti marginali che i regressori producono sulla variabile di interesse.

Negli approcci di tipo logit, si usa prendere in considerazione i c.d. *odds ratio*, ovvero il rapporto tra la probabilità che si verifichi un determinato evento rispetto alla situazione contraria.

Il modello logistico quindi può essere espresso come funzione esponenziale dell'odds

$$(y_i = 1|x_i) = \exp(\beta_1 + \beta_2 x_1) \tag{3.16}$$

mentre la relazione tra odds e probabilità viene espressa come

$$Odds = \frac{Pr}{1 - Pr} \text{ e } Pr = \frac{Odds}{1 + Odds} \tag{3.17}$$

Ne deriva che la probabilità di risposta positiva nel modello logit assume la seguente espressione

$$Pr(y_i = 1|x_i) = \text{logit}^{-1}(\beta_1 + \beta_2 x_i) \equiv \frac{\exp(\beta_1 + \beta_2 x_i)}{1 + \exp(\beta_1 + \beta_2 x_i)} \quad (3.18)$$

Quindi l' *odds ratio*, inteso come l'esponenziale del coefficiente *beta*, misura l'effetto moltiplicativo che il cambiamento unitario di un coefficiente produce sulla probabilità di realizzazione di un determinato evento: se $e^{\beta_2} > 0$ ci sarà un effetto positivo e viceversa.

Per questo motivo, accanto all'analisi tradizionale dei coefficienti all'interno del lavoro sarà dedicato un paragrafo separato destinato all'analisi e all'interpretazione di questi risultati che, sostanzialmente, ci indicano il reale contributo fornito dalle variabili osservate alla realizzazione del fenomeno stesso.

3.5.3 Analisi dei risultati

All'interno di questa sezione saranno passati in rassegna i risultati derivanti dall'applicazione del modello precedentemente descritto.

Partendo da un approccio preliminare, elaborato da Aizenman e Glick (2008) e identificato come modello base (colonna 1), saranno di volta in volta introdotte nuove variabili di interesse per analizzare le determinanti dei Swf, o meglio su come alcune evidenze macroeconomiche impattano, positivamente o negativamente, sulla realizzazione di un fondo d'investimento sovrano. Sulla base della letteratura accademica di riferimento, i risultati attesi dalle singole variabili utilizzate nelle ipotesi testate sono presenti nella tabella 3.5.

Tabella 3.5: Segni attesi delle variabili utilizzate nei modelli testati

Step	Variabile	Segno	Motivazione
Ipotesi base (Aizenman e Glick, 2008)	fuel_exp	+	impatto positivo sulle partite correnti; diversificazione delle fonti di ricchezza
	res_ed	+	utilizzo di tali risorse in modo più efficiente
	goods_exp	+	impatto positivo sulle partite correnti
Ipotesi aggiuntiva (Zilinsky, 2009)	gross_sav	+	il risparmio nazionale come fonte aggiuntiva di capitale
	gdp_pc_gro	+	la ricchezza della popolazione come fonte aggiuntiva di capitale
Ipotesi finale	fdi_in	+	impatto positivo sulla parte capitale della BP
	ext_debt	-	minori risorse veicolate per gli investimenti
	infl	-	inefficiente gestione della liquidità in eccesso

Oltre all'implementazione del modello di base, un ulteriore percorso di indagine sui risultati ottenuti sarà portato avanti cercando di capire la bontà delle stime applicando varie ipotesi di robustezza; nello specifico, il campione utilizzato sarà oggetto di una serie di restrizioni, sia a livello di orizzonte temporale osservato che di paesi censiti, i cui risultati saranno successivamente commentati nei seguenti paragrafi.

L'obiettivo di questo approccio nasce dalla necessità di voler isolare alcuni elementi di natura non trasversale ma che si evidenziano maggiormente in determinati "raggruppamenti" di paesi.

3.5.3.1 Modello completo

Il primo approccio al fenomeno è stato applicato all'intero campione considerato, con lo scopo di dare un quadro generale al fenomeno di interesse (tabella 3.6)

Nella colonna 1, che riporta il modello base, si raggiungono conclusioni identiche a quelle osservate da Aizenman e Glick (2008[34]).

Per *fuel_exp* i coefficienti positivi ottenuti coincidono con le aspettative, molti dei Swf sono stati infatti costituiti con lo scopo di limitare la dipendenza nazionale alle fonti non rinnovabili utilizzandone gli introiti per ammortizzare eventuali cicli negativi delle quotazioni internazionali.

Anche per *goods_exp* si ottengono i risultati attesi; molti dei nuovi Swf nascono proprio a seguito di ingenti avanzi delle partite correnti derivanti dalla loro attività di vendita nei mercati internazionali: soprattutto per i paesi export led, la dinamica positiva di questa voce produce un impatto positivo sul saldo delle partite correnti generando quindi un accumulo di risorse.

Discorso simile per quanto riguarda *res_ed*, in questo caso il segno positivo e significativo appare coerente con la letteratura di riferimento. Una volta superata una soglia considerata "ottimale" per un paese appare più efficiente utilizzare queste risorse per finalità maggiormente redditizie rispetto alle operazioni ordinarie portate avanti dalle Banche Centrali.

Il modello "base" rappresenta però un'ipotesi di partenza in quanto la sua "forza esplicativa" appare particolarmente contenuta dato un valore ridotto dell' R^2 di Mac Fadden¹¹.

¹¹Tale valore non deve essere interpretato come il tradizionale R^2 utilizzato nei modelli lineari. L'indice di Mac Fadden, infatti, non rappresenta la proporzione della varianza spiegata dal

Tabella 3.6: Modello Completo

	(1)	(2)	(3)	(4)
	b/se	b/se	b/se	b/se
fuel_exp	0,037*** (0,01)	0,019 (0,01)	0,037*** (0,01)	0,037* (0,01)
res_ed	0,017*** (0,00)	0,020*** (0,01)	0,017*** (0,00)	0,01 (0,01)
goods_exp	0,177*** (0,02)	0,153*** (0,03)	0,177*** (0,02)	0,279*** (0,05)
gross_sav		0,004 (0,04)		
gdp_pc_gro			0,013 (0,03)	
fdi_in				0,280** (0,10)
ext_debt				-0,028** (0,01)
infl				-0,394*** (0,06)
N	596	411	595	472
r2_p	0,384	0,385	0,385	0,728
aic	340,88	248,681	340,847	135,343
bic	354,051	264,755	358,401	160,285
ll	-167,44	-120,341	-166,424	-61,671
chi2	208,642	150,799	208,005	330,331
p	0,000	0,000	0,000	0,000

Legenda: * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$

Al fine di migliorare tale analisi, sono state successivamente riportate nelle colonne seguenti ulteriori variabili esplicative.

Nelle colonne 2-3, si e' estesa l'analisi alle condizioni economiche della popolazione e alla propensione al risparmio. Contrariamente a quanto osservato da Zilinsky (2009), pur presentando un segno positivo, non risultano significative all'interno del modello sia il risparmio nazionale lordo (*gross_sav*) sia il livello di crescita pro capite (*gdp_pc_gro*).

Nell'ultima colonna, infine, sono riportate ulteriori implementazioni al modello di base cercando di valutare l'influenza di altre fonti di capitale sulla probabilita' di

modello ma viene definito dalla seguente espressione: $R^2 = 1 - \ln L_{fit} / \ln L_0$. L_0 e' il logaritmo della funzione di verosimiglianza del modello con la sola intercetta mentre L_{fit} rappresenta il modello testato; il valore dell' R^2 di Mac Fadden e' compreso tra 0 e 1.

realizzazione di un Swf e l'eventuale presenza di elementi che ne ostacolano la nascita.

La prima variabile prende in considerazione i flussi di investimenti diretti esteri in entrata, *fdi_in*, che possono essere considerati come fonte aggiuntiva di capitale presente nella nazione ricevente. Coerentemente con quanto atteso, si evidenziano dei coefficienti positivi e significativi; in linea con le aspettative teoriche infatti questi flussi producono un miglioramento della parte capitale della Bilancia dei pagamenti. Tale relazione deve essere letta anche facendo riferimento alle traiettorie che gli Ide hanno tracciato negli ultimi anni: prendendo in considerazione le prime 20 economie riceventi, in più della metà è possibile riscontrare la presenza di un fondo sovrano attivo¹².

Per il debito estero (*ext_debt*) e il livello dei prezzi al consumo (*infl*) si determinano dei coefficienti negativi accompagnati da una forte rilevanza dei *p-value*.

L'impatto negativo prodotto dalle stime risulta giustificabile dal fatto che una maggiore esposizione debitoria nei confronti dell'estero è correlata con una minore disponibilità di risorse da destinare a un Swf; allo stesso modo la presenza di una spirale sui prezzi al consumo potrebbe essere sintomatica dall'incapacità statale di gestire in modo efficiente la liquidità in eccesso anziché veicolarla all'interno di strumenti d'investimento.

L'introduzione di queste specificazioni produce una variazione della numerosità del campione e dell' R^2 di Mac Fadden che raggiunge il massimo nell'ipotesi completa (colonna 4) a dimostrazione di una migliore sensibilità.

La bontà di adattamento del modello può essere confermata anche dal valore più basso sia dell'*Akaike's information criterion* (Aic) sia del *Bayesian information criterion* (Bic); inoltre, tutti i modelli trattati raggiungono la convergenza con un numero di interazioni compreso tra i 3 e 6 tentativi, denotando la mancanza di multicollinearità¹³, confermata anche dal test di Wald in appendice.

3.5.3.2 L'influenza della globalizzazione

Da quest'ultima selezione delle variabili, si è provveduto a implementare le analisi, con delle restrizioni al modello generale, filtrando le osservazioni sulla base di

¹²Tra queste appare rilevante soprattutto il contributo delle economie emergenti nelle quali sono focalizzati un numero particolarmente significativo di attività *market-seeking*.

¹³C. Cameron, P. Trivedi, 2009, "Microeconometrics using Stata".

determinate caratteristiche dei paesi censiti.

Come detto in precedenza, il campione osservato abbraccia un arco temporale abbastanza ampio anche se gran parte dei Swf sono stati posti in essere a cavallo degli anni '90 e il nuovo millennio.

Per questo motivo, nella tabella 3.7 sono riportate le stime precedentemente elaborate prendendo però in considerazione i dati a partire dal 1990.

Sostanzialmente, i risultati ottenuti appaiono allineati, in termini di segno e di significatività, con quelli raccolti nell'ipotesi "completa" trattata precedentemente. Anche restringendo le osservazioni a partire dagli anni '90, si osserva come le variabili ritenute fondamentali per la probabilità di realizzazione di un Swf mantengono la loro rilevanza.

Tabella 3.7: Modello post globalizzazione (Year > 1989)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	b/se	b/se	b/se	b/se
fuel_exp	0,103*** (0,03)	0,081** (0,03)	0,107*** (0,03)	0,068* (0,03)
res_ed	0,043*** (0,01)	0,092*** (0,02)	0,044*** (0,01)	0,000 (0,00)
goods_exp	0,145*** (0,03)	0,127*** (0,04)	0,147*** (0,03)	0,308*** (0,06)
gross_sav		0,076 (0,06)		
gdp_pc_gro			-0,045 (-0,04)	
fdi_in				0,307** (0,11)
ext_debt				-0,079*** (0,02)
infl				-0,331*** (0,07)
N	367	288	367	316
r2_p	0,408	0,536	0,411	0,695
aic	214,165	133,718	214,985	102,904
bic	225,881	148,370	230,606	125,438
ll	-104,083	-62,859	-103,492	-45,452
chi2	143,35	145,359	144,53	206,951
p	0,000	0,000	0,000	0,000

Legenda: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Deve invece essere rilevato come e' il *gdp_pc_gro* a segnare un risultato differente rispetto all'ipotesi completa. Il coefficiente, anche se non significativo, indica una relazione inversa tra la probabilita' di realizzazione di un Swf e la crescita della ricchezza domestica; tale evidenza appare contrapposta a quanto osservato in letteratura.

Una differenza maggiormente rilevante rispetto all'utilizzo del campione completo, si osserva nella colonna 2 dove, replicando il modello di Zilinsky (2009[41]) con l'introduzione del risparmio nazionale, la variabile *fuel_exp* migliora la propria significativita' mantenendo il segno positivo atteso.

3.5.3.3 Caratteristiche istituzionali e livello di sviluppo

A differenza di Aizenman e Glick (2008), che avevano segmentato il loro campione di riferimento sulla base della popolazione residente, un'ulteriore approccio di indagine e' stato rivolto restringendo le osservazioni sulla base delle caratteristiche istituzionali dei paesi osservati.

Nello specifico, si e' proceduto applicando le ipotesi precedentemente verificate per il modello completo distinguendo pero' il campione sulla base dello status governativo¹⁴ e alla non appartenenza del paese osservato nel gruppo Oecd. Tale approccio deriva dal fatto che la letteratura sui Swf, nonostante abbia individuato strategie di investimento e gestionali eterogenee, non si e' soffermata a cercare di capire se esistono dei differenti fatti stilizzati per quei sistemi rintracciabili nelle categorie appena descritte. Se per le esportazioni di beni manufatti (*goods_exp*) il risultato in termini di segno e significativita' rimane pressoché stabile nelle varie partizioni, nella tabella 3.8 e' possibile osservare come le ipotesi sull'incidenza delle esportazioni petrolifere (*fuel_exp*) mantengono la loro significativita', nell'ipotesi implementata con nuove variabili, solamente per la colonna relative alla non appartenenza ai paesi Oecd (*no_oecd1*) mentre nelle altre selezioni (*dem1* e *no_dem1*) i *p-value* non restituiscono significati validi.

Un discorso simile puo' essere fatto anche per quanto riguarda *res_ed*, in questo caso i dati mostrano che la significativita' di queste variabili si mantiene accettabile solo per l'ipotesi relativa ai paesi non democratici (*no_dem1*). Importanti risultati

¹⁴Si fa riferimento alla partizione adottata dall'*Economist Intelligence Unit* nel "Democracy Index" (2012).

emergono, inoltre, osservando come il modello "integrato" fornisce alcuni risultati differenti a seconda della ripartizione istituzionale considerata.

Tabella 3.8: Modello caratteristiche istituzionali

	dem	dem1	no_dem	no_dem1	no_oecd	no_oecd1
	b/se	b/se	b/se	b/se	b/se	b/se
fuel_exp	0,050** (0,02)	0,03 (0,02)	0,031** (0,01)	0,025 (0,04)	0,049*** (0,01)	0,036* (0,01)
res_ed	0,016* (0,01)	0,007 (0,00)	0,018** (0,01)	0,093* (0,04)	0,014** (0,00)	0,01 (0,01)
goods_exp	0,173*** (0,04)	0,280*** (0,07)	0,173*** (0,03)	0,442** (0,15)	0,147*** (0,02)	0,269*** (0,05)
fdi_in		0,233** (0,09)		0,607 (0,32)		0,270** (0,10)
ext_debt		0,002 (0,01)		-0,108* (0,05)		-0,026* (0,01)
infl		-0,328*** (0,08)		-0,609*** (0,16)		-0,378*** (0,06)
N	209	198	387	274	514	431
r2_p	0,497	0,66	0,322	0,888	0,381	0,7
aic	105,202	74,823	240,729	42,154	295,078	134,294
bic	115,229	94,553	252,604	63,833	307,804	158,69
ll	-49,601	-31,412	-117,364	-15,077	-144,539	-61,147
chi2	98,095	122,193	111,497	238,503	178,227	285,8
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Legenda: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Se per *infl* i risultati non si modificano nelle varie partizioni proposte, il segno e la significatività di *fdi_in* non appaiono rilevanti per i paesi non democratici. In questo caso la spiegazione di tale risultato potrebbe essere rintracciata nella stessa letteratura sull'attrattività degli Ide e, nello specifico, sulla repulsione di questi flussi nei confronti dei paesi nei quali il ruolo dello Stato risulta eccessivamente predominante. Allo stesso modo, *ext_debt* non sembrerebbe produrre effetti negativi per il comparto delle economie "democratiche" mentre nelle altre il risultato si allinea con l'ipotesi generale producendo un impatto negativo sulla probabilità di realizzazione di un Swf.

La letteratura sull'argomento sottolinea come la presenza di un Swf si associa a una maggiore trasparenza delle attività governative ma non sembrerebbe totalmente correlata alla tipologia di regime politico.

Nello specifico, Aizenman e Glick (2008) affermano che i paesi con un Swf sono

caratterizzati da elevati standard governativi, che tendono però a ridursi restringendo il campione ai soli paesi *fuel-export*.

Inoltre, in linea con quanto indicato da Avendano e Santiso (2009), questi strumenti vengono per lo più utilizzati per finalità di tipo macroeconomico e che le scelte di investimento sono alimentate da strategie finanziarie e non di tipo politico.

3.5.3.4 Ipotesi di robustezza: il modello con effetti random

L'ultimo esperimento sui dati presentati, al fine di testare la robustezza delle considerazioni presentate, è stato condotto abbandonando l'ipotesi degli effetti fissi introducendo uno stimatore *random effect* (RE) che, a differenza di quello *fixed effect*, non solo risolve in modo maggiormente efficiente il problema della correlazione delle variabili nel tempo, ma ci permette anche di aumentare il numero delle osservazioni trattate, in quanto nel modello FE si escludono i regressori *time invariant* (Cameron e Trivedi, 2009).

La tabella 3.9 ci restituisce dei risultati in linea con le aspettative per quanto riguarda l'ipotesi di base, descritta nella colonna 1, relativamente a tutte le segmentazioni applicate.

Partendo dall'ipotesi definita come "completa" (nelle colonne 2), ovvero utilizzando le variabili aggiuntive rispetto al modello di base, si registra come *fuel_exp* perde la sua significatività solamente nel momento in cui si fa riferimento ai paesi non democratici; una situazione analoga si rinviene anche per *res_ed* sia per quanto riguarda il modello di partenza, ovvero quello ottenuto sfruttando l'intero campione a disposizione, sia per la selezione dei paesi democratici.

Come per l'ipotesi a effetti fissi, mentre l'inflazione (*infl*) mantiene la sua significatività e il segno atteso in tutte le ipotesi, l'impatto del debito estero *ext_debt* non ha risultati accettabili per i regimi democratici; discorso simile per gli Ide in entrata relativamente ai regimi non democratici.

3.5.3.5 Dai coefficienti agli *odds ratio*

Come detto nel paragrafo 3.5.2.2, relativamente all'analisi dei risultati dei coefficienti derivanti dai modelli a scelta binaria, appare di particolare ausilio andare a

Tabella 3.9: Risultati delle stime Logit RE

	Completo		Globalizzazione		Democratici		Non democratici		Non Oecd	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
fuel_exp	b/se 0,042*** (0,01)	b/se 0,049** (0,02)	b/se 0,106*** (0,02)	b/se 0,050*** (0,01)	b/se 0,071*** (0,02)	b/se 0,062* (0,03)	b/se 0,030** (0,01)	b/se 0,026 (0,02)	b/se 0,058*** (0,01)	b/se 0,050*** (0,01)
res_ed	0,016*** (0,00)	0,02 (0,01)	0,029*** (0,01)	0,020* (0,01)	0,013** (0,01)	0,009 (0,01)	0,018*** (0,01)	0,061*** (0,01)	0,013*** (0,00)	0,020* (0,01)
goods_exp	0,148*** (0,02)	0,199*** (0,06)	0,106*** (0,02)	0,173*** (0,04)	0,137*** (0,04)	0,206** (0,06)	0,146*** (0,02)	0,183*** (0,04)	0,117*** (0,02)	0,173*** (0,04)
fdi_in		0,220** (0,08)		0,198** (0,07)		0,195* (0,09)		0,179 (0,10)		0,198** (0,07)
ext_debt		-0,027* (0,01)		-0,022* (0,01)		0,000 (0,01)		-0,072** (0,03)		-0,022* (0,01)
infl		-0,363*** (0,09)		-0,317*** (0,08)		-0,286*** (0,08)		-0,444*** (0,07)		-0,317*** (-0,08)
cons	-19,011*** (1,64)	-24,823*** (4,14)	-18,664*** (2,03)	-23,185*** (2,89)	-16,488*** (3,05)	-18,989*** (5,00)	-21,380*** (1,60)	-21,944*** (1,94)	-16,548*** (1,43)	-23,185*** (2,89)
lnsig2u										
cons	4,182*** (0,25)	5,385*** (0,36)	4,152*** (0,27)	5,159*** (0,32)	3,480*** (0,56)	4,112*** (0,67)	4,596*** (0,26)	5,461*** (0,28)	3,785*** (0,26)	5,159*** (0,32)
N	2751	2320	1777	2239	662	560	2089	1760	2628	2239
aic	596,073	364,316	451,682	349,039	196,432	164,286	402,352	187,05	520,475	349,039
bic	625,672	410,31	479,096	394,749	218,908	198,909	430,575	230,834	549,845	394,749
ll	-293,037	-174,158	-220,841	-166,52	-93,216	-74,143	-196,176	-85,525	-255,238	-166,52
chi2	80,319	44,413	59,479	49,473	30,87	22,544	58,354	107,521	82,506	49,473
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Legenda: * p<0,05; ** p<0,01; *** p<0,001

interpretare gli effetti marginali che i regressori producono sulla variabile osservata. L'*odds ratio*, per i modelli logit, misura l'effetto moltiplicativo che il cambiamento unitario di un coefficiente produce sulla probabilità, positiva o negativa, di realizzazione di un determinato evento.

Nella tabella 3.10 sono riportati gli *odds ratio* relativi al modello di base integrato con le nuove variabili di interesse riprodotto nelle specificazioni individuate nei precedenti paragrafi; la finalità è quella di osservare come un incremento di un punto percentuale sulla variabile considerata si ripercuote sulla probabilità di realizzazione di un Swf.

Tabella 3.10: Odds ratio delle partizioni testate

	Completo	Global.	No Oecd	No Dem	Dem
	OR	OR	OR	OR	OR
fuel_exp	1.037	1.070	1.036	1.025	1.030
P>z	0.014	0.021	0.016	0.480	0.199
res_ed	1.010	1.000	1.010	1.098	1.007
P>z	0.301	0.972	0.291	0.013	0.122
goods_exp	1.322	1.361	1.309	1.557	1.323
P>z	0.000	0.000	0.000	0.003	0.000
fdi_in	1.323	1.359	1.310	1.835	1.262
P>z	0.004	0.004	0.005	0.060	0.009
ext_debt	0.973	0.924	0.974	0.898	1.002
P>z	0.009	0.000	0.012	0.028	0.895
infl	0.674	0.718	0.685	0.544	0.720
P>z	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

In rosso sono evidenziati gli OR per i quali non si hanno risultati significativi

Fatta eccezione per la partizione relativa al livello democratico del paese, un incremento percentuale di *fuel_exp* restituisce dei valori positivi il cui impatto appare maggiore prendendo in considerazione il campione osservato a partire dagli anni '90; discorso simile anche per *fdi_in*, il valore più elevato infatti si riscontra nella selezione "globalizzazione" mentre solamente per i regimi non democratici non si osservano risultati validi.

Situazione opposta invece nel caso di *goods_exp* che, pur mantenendo la sua validità in tutte le partizioni osservate, denota dei valori maggiori nel caso dei paesi non democratici.

Anche per *infl* e *ext_debt*, in linea con i coefficienti osservati nelle stime, è possibile osservare come tali variabili tendono a impattare negativamente sulla probabilità

di realizzazione di un Swf; tale evidenza risulta valida trasversalmente nelle varie ipotesi testate anche se e' nei paesi non democratici che si evidenziano gli impatti maggiori ¹⁵.

¹⁵Nel caso di valori inferiori all'unita', l'OR fornisce la misura dell'impatto negativo della variabile sul fenomeno considerato la cui magnitudine aumenta tanto piu' basso e' il valore riscontrato .

3.6 Conclusioni

A partire dal nuovo millennio, il ruolo dei paesi emergenti nello scenario internazionale ha assunto un connotato totalmente differente. Da semplici spettatori, queste economie hanno consolidato il ruolo di volano per quanto riguarda non solo la ricchezza mondiale ma anche i flussi commerciali e dei capitali.

Su quest'ultimo aspetto appare di notevole importanza evidenziare la posizione assunta dai *Sovereign Wealth Fund* che nel 2013 hanno veicolato circa 60 miliardi di dollari in attività di investimento all'estero.

L'ingresso di tali fondi nello scenario internazionale non rappresenta una novità ma ha riscosso una crescente attenzione negli operatori del settore a partire dalle recenti tensioni finanziarie; infatti, potendo contare su di una potenza finanziaria prossima ai 6 trilioni di dollari, la loro presenza potrebbe determinare dei cambiamenti strutturali nel sistema finanziario globale.

Pur esistendo classificazioni eterogenee (in base agli obiettivi, alle forme di finanziamento e alle strategie adottate) la letteratura è concorde nell'identificare alcune variabili macroeconomiche comuni ai vari paesi detentori di tali strumenti. L'obiettivo del paper, sulla scia tracciata precedentemente da altri studi accademici, è stato quello di proporre un'analisi statistica volta a evidenziare una serie di fatti stilizzati relativi alla realizzazione dei Swf.

Partendo da un approccio logit con effetti fissi, la sensibilità dei risultati è stata testata imponendo al campione osservato alcune restrizioni, basate prevalentemente sulle caratteristiche istituzionali dei paesi censiti.

Partendo dal modello di base presentato da Aizenman e Glick (2008) è stato possibile osservare come le variabili indicate in letteratura come "funzionali" alla realizzazione di un Swf, esportazioni (petrolifere e non) e l'accumulazione di riserve estere, mantengono la loro significatività in tutte le ipotesi trattate mentre non si riscontra nessuna validità per quanto riguarda un elevato risparmio nazionale e la ricchezza pro-capite a differenza di quanto sostenuto da Zilinsky (2009).

Risultati di interesse appaiono nel momento in cui il modello di base risulta implementato con altri regressori non utilizzati nelle precedenti indagini accademiche. Nello specifico, in questo lavoro si è voluto testare la rilevanza dei flussi di Ide, considerati come capitale aggiuntivo a quello disponibile, e la possibile incidenza negativa sia di un'eccessiva esposizione debitoria nei confronti dell'estero sia della presenza di spirali inflazionistiche.

Coerentemente con quanto atteso, la presenza di ingenti Ide in entrata (*fdi_in*) produce un impatto positivo mentre la presenza di spirali inflazionistiche o di un elevato indebitamento nei confronti dell'estero segnano dei valori negativi e significativi.

L'incidenza di queste variabili tende però ad assumere dei comportamenti differenti nel momento in cui il campione di riferimento viene segmentato sulla base di alcune caratteristiche istituzionali dei paesi osservati.

Se per le esportazioni di beni manufatti (*goods_exp*) il risultato in termini di segno e significatività rimane pressoché stabile, l'incidenza delle esportazioni petrolifere (*fuel_exp*) mantengono la significatività solamente per i paesi non Oecd (*no_oecd1*). Discorso simile anche per quanto riguarda le riserve detenute, in questo caso l'impatto positivo trova riscontro solo per i paesi non democratici.

Infine, per quanto riguarda la presenza di un'inflazione eccessiva i risultati non si modificano nelle varie partizioni proposte mentre la significatività degli Ide in entrata non appare rilevante solo per i paesi non democratici. L'elevata pressione del debito estero, ad eccezione del raggruppamento delle economie "democratiche", si allinea con l'ipotesi generale mostrando un impatto negativo sulla probabilità di realizzazione di un Swf.

Bibliografia

Ayikut D., Ratha D., (2003), "South-South FDI flows. How big are they?", in "Transnational Corporations", vol.11, N°1, Unctad, pp. 149-176.

Aizenman J., Glick R., (2008), "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance", NBER Working Papers 14562, National Bureau of Economic Research, Inc.

Aizenman J., Jaewoo L., (2007), "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory, and Evidence", Open Economy Review, Vol. 11, pp.191–214.

Avendano R., Santiso J., (2009), "Are SWF Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds", Oecd, Emerging Markets Network Working Paper.

Balding, C., (2008), "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", Working paper, University of California-Irvine.

Beck R., Fidora M., (2008), "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", European Central Bank, Occasional Papers, 91.

Beck R., Fidora M., (2009), "Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis", European Business Organization Law Review, 10, pp 353367.

Bertoni F., (2008), "Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?", in Osservatorio Monetario n. 3/2008, pp 31-48.

Bertoni F., Lugo S., (2009), "Fondi sovrani: opportunita', minacce, speranze e illusioni", Economia e Politica industriale, FrancoAngeli Editore, vol. 36(3), pp.133-158.

Bortolotti B., Fotak V., (2009), "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance", Fondazione ENI Enrico Mattei Working Papers No. 22.2009.

Bortolotti B., Barbary V., (2012), "Follow the Money", Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011, Sovereign Investment Lab, Universita' Bocconi.

Castelli M. e Scacciavillani F., (2012), "The new economics of Sovereign Wealth Funds", The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, New York.

Chamberlain, G. (1984), Panel data, in Handbook of Econometrics, vol. 2, Z. Griliches and M.D. Intriligator (eds.), Elsevier Science, Amsterdam, pp. 1247-1318.

Chamberlain, G. (1993), Feedback in Panel Data Models, Mimeo, Department of Economics, Harvard University.

Clark G.L., Monk A.H. B., (2011), "Modernity, Imitation, and Performance: Sovereign Funds in the Gulf", available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1775353> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1775353>.

Das U.S., Lu Y., Mulder C., Sy A., (2009), "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations", WP/09/179, International monetary fund.

Devlin, W., B. Brummitt (2008), "A Few Sovereigns More: The Rise of Sovereign Wealth Funds", Australian Treasury.

Dunning J.H., (1981), "Explaining the international direct investment position of countries: towards a synameic or developmental approach", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 119, pp. 30-64.

Dunnig J.H., (1993), "Multinational Enterprises and the Global Economy", Reading, Mass.: Addison-Wesley.

Fmi, (2007), "Global Financial Stability Report", October 2007, Annex 1.2.

Gilson R.J., Milhaupt C.J., (2008), "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism", in *Stanford Law Review*.

Greenspan A. (1999) "Currency Reserves and Debt", Remarks by the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before The World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, Washington, D.C., 29 April 1999.

Hatton K.J., Pistor K., (2012), "Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds", *Columbia Journal of*

Transnational Law, Vol. 50, No. 1, 2012; Columbia Law and Economics Working Paper No. 395.

Hildebrand P.M., (2007), "The Challenge of Sovereign Wealth Funds", speech to the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 2008.

Hildebrand P.M., (2007b) "Four tough questions in foreign reserve management" in Johnson- Calari J., Rietveld M. (eds) "Sovereign Wealth Management", Central Banking Publications, London, 2007.

Isae, "Ruolo e prospettive dei fondi sovrani", Roma, nota mensile novembre-dicembre 2007.

Jeanne O., Ranciere R., (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", IMF Working Paper No. 06/229.

Jen S.L., "Sovereign Wealth Fund Investment Strategies: Complementing Central Bank Investment Strategies", in Das U.S., Mazarei A., Van der Hoorn A., "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", (pp. 3-15), Washington DC: Imf, 2010.

Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M., (2010) "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues", World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.

Kern S., (2008), "SWFs and foreign investment policies - an update", Discussion paper, Deutsche Bank Research.

Kimmit R. M., (2008) "Public footprints in private markets", Foreign Affairs, 87, 1, January/February 2008

Klitzing E., Lin D., Lund S., Nordin L., "Demystifying Sovereign Wealth Funds", in Das U.S., Mazarei A., Van der Hoorn A., "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", (pp. 3-15), Washington DC: Imf, 2010.

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

Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. (2006), "The external wealth of nations mark II", CERP Discussion Paper No. 5644, Center for Economic Policy Research, London.

Lesmond D.A., (2005), "Liquidity of emerging markets", Journal of Financial Economics 72, 411-542.

Lossani M., Bertoni F., Chiarlone S., (2010), “Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali”, Brioschi, Milano.

McFadden, D. 1974. Conditional logit analysis of qualitative choice behavior. In *Frontiers in Econometrics*, ed. P. Zarembka, New York: Academic Press, 10542.

McFadden, D. 1984. Econometric analysis of qualitative response models. In *Handbook of Econometrics*, ed. Z. Griliches and M.D. Intriligator, Vol. 2, Amsterdam: North-Holland, 1385-1457.

Maddala G.S., (1987), “Limited Dependent Variable Models Using Panel Data”, *The Journal of Human Resources*, Vol. 22, No. 3 (Summer, 1987), pp. 307-338.

Pasca di Magliano R., (2009), “Fondi di Ricchezza Sovrana”, LED Edizioni Universitarie di Lettere Economia Diritto, Milano.

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

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

Rozeff, A., 2005, "Who Holds the Wealth of Nations," *Central Banking Journal*, Vol. 15, no. 4.

Santiso J., (2008), “Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nation”, *Oecd, Emerging Markets Network Working Paper*.

Truman E., (2008), “A blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices”, *Policy briefs for International economics*, Peterson Institute.

Truman E., (2011), "Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?", *Working Paper Series WP11-12*, Peterson Institute for International Economics.

Unctad (2009), “Assessing the impact of the current financial and economic crisis on global FDI flows”, *UNCTAD/DIAE/IA/2009/4*.

Unctad (2012), “Towards a New Generation of Investment Policies”, *World Investment Report*, 2012/5.

Zilinsky J., (2009), “Understanding Sovereign Wealth Funds”, *Senior thesis*, Harvard University.

3.7 Appendice

Tabella 3.11: Two-sample t test fuel exp

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	6861	33.83554	.2696682	22.33693	33.30691	34.36417
1	614	56.29855	1.869221	46.31747	52.6277	59.96941
combined	7475	35.68066	.2998217	25.92201	35.09293	36.2684
diff		-22.46301	1.06064		-24.54217	-20.38386

diff = mean(0) - mean(1) t = -21.1787
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 7473

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Tabella 3.12: Two-sample t test goods exp

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	6861	33.83554	.2696682	22.33693	33.30691	34.36417
1	614	56.29855	1.869221	46.31747	52.6277	59.96941
combined	7475	35.68066	.2998217	25.92201	35.09293	36.2684
diff		-22.46301	1.06064		-24.54217	-20.38386

diff = mean(0) - mean(1) t = -21.1787
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 7473

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Tabella 3.13: Two-sample t test res ed

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	892	-5.607041	.3491146	10.42678	-6.292223	-4.921858
1	239	10.63825	2.342193	36.20942	6.02417	15.25232
combined	1131	-2.174128	.5990665	20.14681	-3.349536	-.9987206
diff		-16.24529	1.386179		-18.96506	-13.52551

diff = mean(0) - mean(1) t = -11.7195
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1129

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Tabella 3.14: Two-sample t test ca gdp

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	892	-5.607041	.3491146	10.42678	-6.292223	-4.921858
1	239	10.63825	2.342193	36.20942	6.02417	15.25232
combined	1131	-2.174128	.5990665	20.14681	-3.349536	-.9987206
diff		-16.24529	1.386179		-18.96506	-13.52551

diff = mean(0) - mean(1) t = -11.7195
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1129

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Tabella 3.15: Two-sample t test gdp gro

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	7161	3.814343	.0739474	6.257629	3.669384	3.959302
1	667	4.705398	.24829	6.412423	4.217872	5.192923
combined	7828	3.890267	.0709287	6.275484	3.751228	4.029306
diff		-.8910547	.2538686		-1.388705	-.3934044

diff = mean(0) - mean(1) t = -3.5099
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 7826

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0002 Pr(|T| > |t|) = 0.0005 Pr(T > t) = 0.9998

Tabella 3.16: Two-sample t test gdp pc gro

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	7126	2.052629	.0717992	6.060975	1.911882	2.193377
1	664	2.018729	.2465581	6.353358	1.534601	2.502858
combined	7790	2.04974	.0689549	6.086029	1.91457	2.18491
diff		.0338999	.246958		-.4502042	.518004

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.1373
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 7788

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.5546 Pr(|T| > |t|) = 0.8908 Pr(T > t) = 0.4454

Tabella 3.20: Two-sample t test infl

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	5866	36.64158	6.662288	510.2634	23.58104	49.70212
1	565	4.861091	.2252911	5.355108	4.418579	5.303603
combined	6431	33.84948	6.07799	487.4154	21.9346	45.76437
diff		31.78049	21.46857		-10.30505	73.86603

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.4803
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 6429

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.9306 Pr(|T| > |t|) = 0.1388 Pr(T > t) = 0.0694

Tabella 3.21: Two-sample t test ext:debt

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	4011	66.63503	1.331981	84.3576	64.0236	69.24645
1	229	38.00233	2.302765	34.84716	33.46491	42.53975
combined	4240	65.08859	1.270027	82.69814	62.59867	67.57851
diff		28.6327	5.602108		17.64963	39.61576

diff = mean(0) - mean(1) t = 5.1111
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 4238

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

Tabella 3.22: Matrice di correlazione per l'intero campione

	fuel_exp	goods_exp	res_ed	ca_gdp	gdp_gro	gdp_pc~o	fdi_in	fdi_out	gross_sav	infl
fuel_exp	1.00									
goods_exp	0.0739	1.00								
res_ed	0.2472	0.0544	1.00							
ca_gdp	0.5127	0.2170	0.3680	1.00						
gdp_gro	0.0783	0.1024	-0.0324	0.0256	1.00					
gdp_pc_gro	0.0802	0.1671	-0.0382	0.0161	0.9600	1.00				
fdi_in	0.0390	0.3068	-0.0493	-0.2796	0.3533	0.3857	1.00			
fdi_out	0.0226	0.1025	0.0197	-0.0015	0.0687	0.0821	0.0602	1.00		
gross_sav	0.4297	0.3009	0.4806	0.6778	0.2615	0.2936	0.0391	0.0239	1.00	
infl	0.1304	0.0016	-0.0500	-0.0773	0.0651	0.0574	0.0358	-0.0292	-0.0576	1.00

(N° osservazioni=402)

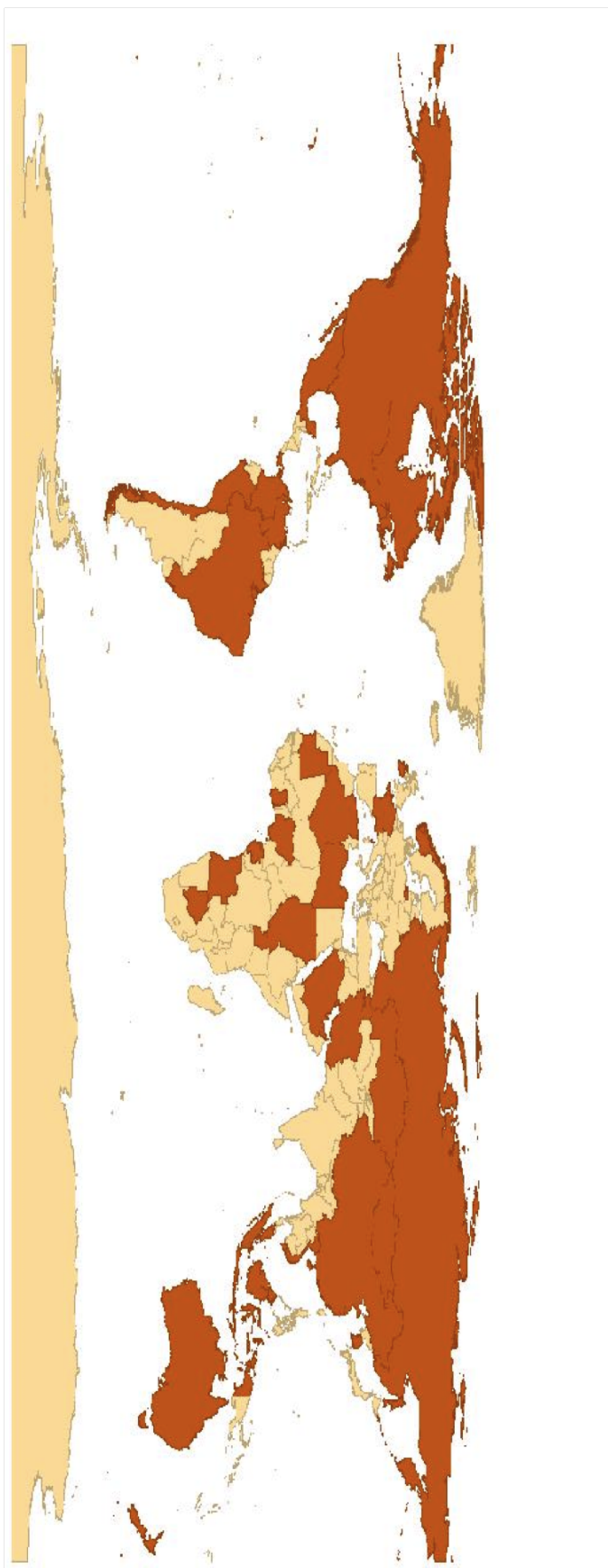
Tabella 3.23: Wald test

(1)	$[Swf]res_ed = 0$
(2)	$[Swf]fuel_exp = 0$
(3)	$[Swf]goods_exp = 0$

$chi2(3) = 80.32$
 $Prob > chi2 = 0.0000$

(1)	$[Swf]res_ed = 0$
(2)	$[Swf]fuel_exp = 0$
(3)	$[Swf]goods_exp = 0$
(4)	$[Swf]fdi_in = 0$
(5)	$[Swf]ext_debt = 0$
(6)	$[Swf]infl = 0$

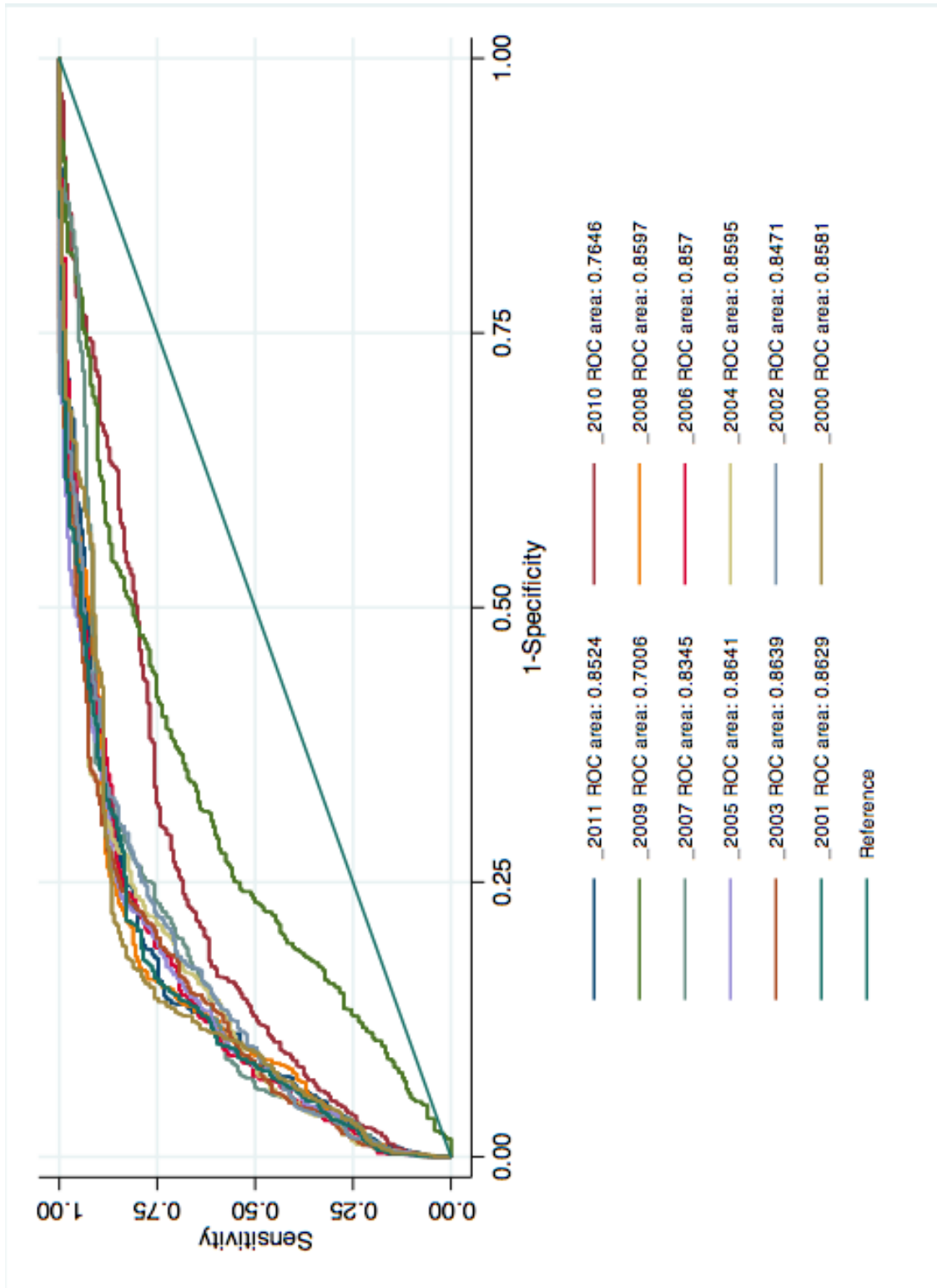
$chi2(6) = 44.41$
 $Prob > chi2 = 0.0000$



Fonte: elaborazione su dati Swf Institute, Preqin, Swf InvestmentLab

Figura 3.3: Distribuzione geografica dei Swf

Figura 3.4: Analisi curve Roc



4 Scelte di localizzazione e diversificazione settoriale: una nuova classificazione dei Sovereign Wealth Fund

4.1 Introduzione

Nonostante siano in essere sin dagli anni '50, l'attenzione sui Sovereign Wealth Fund (Swf) si è fatta più insistente solamente negli ultimi anni, in particolare a seguito delle operazioni di ricapitalizzazione effettuate in importanti gruppi bancari, e non solo, successivamente alle tensioni sub-prime. La letteratura di riferimento, empirica e/o descrittiva, pone l'attenzione da un lato all'analisi delle performance aziendali post acquisizione (Bortolotti et al., 2008; Kotter e Lel, 2009; Fernandes, 2009; Dewenter et al., 2009; Beck e Fidora, 2009) dall'altro invece mira a evidenziare le determinanti, macro e micro economiche, che guidano le scelte di investimento (Del Guercio e Hawkins, 1999; Boubakri et al., 2011; Chhaochharia e Laeven, 2009). L'universo dei fondi sovrani appare, come anticipato nel capitolo precedente, particolarmente eterogeneo nel quale le classificazioni degli stessi avvengono facendo riferimento alla provenienza delle risorse gestite, agli obiettivi istituzionali e alle strategie operative (Klitzing et al., 2010; Kunzel et al., 2011).

L'obiettivo di questa sezione va a collocarsi lungo questa direttrice di ricerca, ovvero isolare gli elementi caratteristici che, sulla base delle strategie di allocazione degli investimenti, andrebbero a identificare una nuova partizione tra i Swf. A tal proposito, partendo dalle operazioni di acquisizione presenti nella banca dati

4.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali: quale ruolo per i Sovereign Wealth Fund?

Orbis, della Bureau Van Dijk¹, e nella Sovereign Wealth Fund Review della Preqin e' stato creato un apposito campione relativo alle transazioni portate a termine: dopo aver effettuato la pulizia di eventuali duplicazioni e classificato in modo omogeneo l'attivita' economica delle imprese target, si e' giunti ad un campione di 1.023 osservazioni relative a 33 Fondi Sovrani (che rappresentano quasi l'80 per cento degli asset complessivi).

4.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali: quale ruolo per i Sovereign Wealth Fund?

4.2.1 Le recenti dinamiche degli investimenti diretti esteri

Dopo aver registrato un periodo di crescita tra il 2010 e il 2011, conseguente rimbalzo del periodo post crisi, gli investimenti diretti esteri (Ide) hanno segnato nel 2012 un brusco rallentamento (-18,2 per cento) fermandosi a circa 1,35 trilioni di dollari.

Le previsioni dell'Unctad per la fine del 2013 mostrano, a causa delle difficoltà nei mercati globali, una sostanziale stabilità dei valori che dovrebbero raggiungere nel 2014 la quota di 1,71 trilioni di dollari².

Sostanzialmente, sono stati gli Ide orientati verso i sistemi avanzati a mostrare le dinamiche peggiori alimentate dalle performance negative del continente europeo e degli Stati Uniti³, che si mantengono comunque la prima economia recipiente. Risultano pressoché stabili i flussi diretti verso gli emergenti che nel 2012, per la prima volta, riescono ad assorbire una quantità maggiore rispetto ai paesi avanzati raggiungendo un valore di 142 bilioni di dollari (52 per cento del totale).

La crescente rilevanza di questi attori può essere ulteriormente osservata se si considera che, tra i primi venti paesi recipienti, ben nove (Cina e Brasile si collo-

¹Si ringrazia la disponibilità della dott.ssa Sara de Marco e del dott. Gianni Lispi non solo per l'aiuto nella raccolta dei dati ma anche per i preziosi suggerimenti.

²Un valore comunque inferiore rispetto agli 1,82 trilioni segnati nel 2008.

³Ancora in stallo a causa rispettivamente della crisi debitoria di alcuni stati membri e della frenata delle attività di M&A.

cano rispettivamente al secondo e al quarto posto) sono gli stati appartenenti alla categoria “emergenti”⁴.

Per quanto riguarda gli Ide in uscita (tabella 4.1), il 2012 si e' concluso con un valore di 1,4 trilioni di dollari in flessione di circa il 17 per cento rispetto all'anno precedente. Anche per quanto riguarda questa direttrice sono le economie avanzate, e in particolare l'Unione europea, a mostrare segnali di difficolt  mentre risulta in crescita il contributo degli emergenti che, con un valore di 426 bilioni di dollari, hanno rappresentato il 30 per cento dei capitali in uscita⁵, in notevole evoluzione rispetto al 12 per cento segnato nel 2000.

All'interno di questo raggruppamento, i c.d. Brics⁶ mantengono una posizione dominante tant'  che nel 2012 hanno raggiunto 145 bilioni di dollari, ovvero il 10 per cento dei flussi mondiali "out", di cui il 49 per cento orientati verso le stesse economie emergenti nell'ottica delle catene regionali del valore (Unctad, 2013).

Per comprendere gli effetti degli Ide in uscita sul paese di origine, appare particolarmente importante individuarne le motivazioni di base che, facendo riferimento a quanto espresso da Dunning (1993), si distinguono in efficiency-seeking, market-seeking e strategic asset-seeking.

Nel primo caso, gli Ide vengono definiti verticali e sono complementari al commercio internazionale, le imprese mirano a migliorare la loro competitivita' investendo dove gli input appaiono meno costosi. In questa circostanza, oltre a non osservare impatti negativi sulla produzione nazionale si riscontra un incremento degli investimenti domestici attraverso le esportazioni di capitali e beni intermedi (Hejazi & Pauly, 2003).

⁴Nel continente africano e nell'America centro-meridionale, molti di questi capitali sono orientati verso le industrie estrattive.

⁵Tra i primi cinque paesi di origine degli outflow si rinvergono Cina e Hong Kong.

⁶Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa.

4.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali: quale ruolo per i Sovereign Wealth Fund?

Tabella 4.1: Distribuzione degli Ide in uscita (% sul totale)

	2001-06*	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Economie avanzate	84,9	83,2	79,8	72,0	68,4	70,5	65,4
Economie in transizione	1,6	2,3	3,0	4,2	4,1	4,3	4,0
Economie emergenti, di cui:	13,5	14,5	17,2	23,8	27,5	25,2	30,6
- Africa	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	1,0
- America	4,4	3,5	4,9	4,8	7,9	6,3	7,4
- Asia	8,9	10,5	11,7	18,4	18,9	18,5	22,2
Mondo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Media.

Fonte: elaborazione su dati Unctad

Nella seconda tipologia, orientata alla ricerca di nuovi mercati, gli effetti sull'economia domestica risultano abbastanza ambigui e dipendono dall'effetto spiazzamento sulle esportazioni. In questa circostanza la riduzione dei prodotti finali in uscita potrebbe essere piu' che compensata dagli scambi di beni intermedi tra l'azienda principale e la sua sussidiaria.

L'ultima motivazione riguarda la necessita' dell'impresa multinazionale di ottenere una serie di risorse, non presenti nel mercato domestico, fondamentali per le strategie di sviluppo futuro. L'accesso a nuove tecnologie e conoscenze potrebbe, in questo caso specifico, incrementare la produttivita' dell'impresa leader con immediati spillover positivi nell'economia domestica.

A livello empirico, ricadute positive degli Ide sull'output nazionale si rinvencono all'interno degli studi di Stevens & Lipsey (1992), Desai et al. (2005); Herzer & Schrooten (2007), invece, ottengono conclusioni positive per un orizzonte temporale ampio mentre nel breve periodo l'impatto e' opposto. Risultati negativi si riscontrano nei lavori di Feldstein & Horioka (1980), Sauramo (2008) e Al-Sadig (2013) in particolare per quanto riguarda quelle economie caratterizzate da un mercato finanziario imperfetto e con una limitata liquidita'.

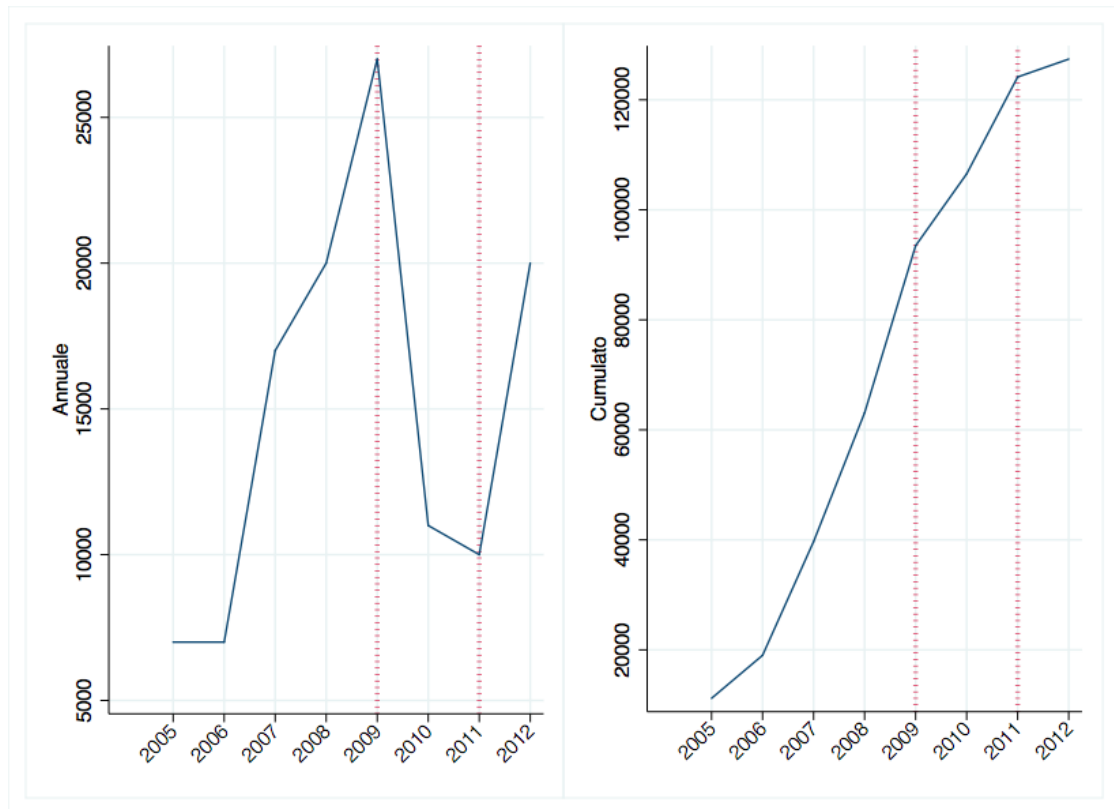
4.2.2 Il contributo dei Swf nei movimenti internazionali di capitale

L'elevata disponibilita' economica accumulata negli ultimi anni dai Sovereign wealth fund gli ha resi importati canalizzatori di investimenti diretti esteri (Ide) e degli annessi spill-over prodotti all'interno della nazione ricevente.

La maggiore esposizione a fenomeni di internazionalizzazione passiva, come emerso dagli studi di Hoskisson et al. (2000), successivamente ripresi anche Dunning, Kim e Park (2008), non e' correlata esclusivamente a una maggiore "rilevanza" dell'economia ricepiante ma anche alla presenza di una serie di "country factors" specifici, che possono essere individuati anche per le scelte dei fondi sovrani.

I dati raccolti dall'Unctad nel World Investment Report (2013), e riportati nella figura 4.1, mostrano come nel corso degli anni gli investimenti diretti esteri effettuati da questi strumenti sono cresciuti in modo notevole raggiungendo la quota di 20 bilioni di dollari nel 2012⁷; si tratta di una cifra abbastanza significativa, circa il doppio di quanto osservato nel corso dell'anno precedente ma ancora abbastanza lontana dalla soglia raggiunta nel 2009 prima dello scoppio della crisi finanziaria.

Figura 4.1: Gli investimenti diretti esteri dei Swf (2005-2012) -mil. dollari-



Fonte: elaborazione su dati Unctad

A differenza di quanto si osserva per gli Ide, che presentano una forte attenzione

⁷A livello cumulato e' stata superato il valore di 127 bilioni.

4.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali: quale ruolo per i Sovereign Wealth Fund?

alle attività di tipo *greenfield*, circa l'80 per cento delle transazioni portate avanti dai fondi sovrani hanno riguardato attività di M&A a dimostrazione di una visione operativa che, prevalentemente, è orientata verso finalità di natura strategica. Secondo i dati dell'Unctad⁸, la maggior parte di questi flussi è catturata dai servizi finanziari, che avrebbero raccolto tra il 2003 e il 2012 uno stock di investimenti superiore ai 20 bilioni di dollari, mentre le Utilities e il Real Estate sono considerati dei segmenti in forte espansione (rispettivamente questi due comparti hanno fatto registrare una crescita del 26 per cento e del 44 per cento sul 2011).

In termini di distribuzione geografica, il 70 per cento dei flussi ha interessato i paesi avanzati con particolare attenzione al continente europeo e agli Stati Uniti mentre il peso delle economie emergenti e di quelle in transizione ha mantenuto un percorso declinante assestandosi al 23 per cento dei flussi nel 2012 rispetto al 30 per cento segnato nel 2008. Tale disallineamento andrebbe quindi a evidenziare come, almeno in termini geografici, le scelte di investimento dei Swf hanno subito una trasformazione successiva alle tensioni finanziarie internazionali.

I flussi di investimento rappresentano quindi un canale attraverso il quale massimizzare i ritorni degli asset detenuti, o meglio trasferire i surplus a disposizione da attività poco remunerative verso quelle maggiormente profittevoli.

L'ascesa dei Swf come catalizzatori di Ide potrebbe però essere rallentata, come evidenziato da Park e Estrada (2009), da due fattori: da un lato le limitate capacità manageriali e disponibilità di capitale umano, in alcuni Swf, per gestire adeguatamente le risorse a disposizione, dall'altro il crescente protezionismo finanziario di fronte al quale operano.

Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, così come gli investitori istituzionali anche i fondi sovrani devono adeguarsi alle normative vigenti nel paese target in termini di acquisizioni. La presenza di massicci flussi di capitale in entrata è stata sempre trattata con molta cautela dalle autorità sia perché potrebbe influenzare la stabilità dei mercati finanziari locali⁹ sia perché tali operazioni potrebbero essere finalizzate all'acquisizione di aziende "campione" operanti in settori strategici per

⁸Prendono in considerazione solamente le operazioni nelle quali i Swf rappresentano gli unici investitori senza tenere conto di quelle attività operate dagli stessi fondi mediante altri strumenti.

⁹Soprattutto nel caso in cui gli ingenti flussi di denaro siano associati a rapidi disinvestimenti, cosa che però appare assai improbabile per i Swf che presentano un orizzonte temporale di lungo periodo.

l'interesse nazionale¹⁰.

Preoccupazioni che tenderebbero ad ampliarsi nel caso dei Swf. Molto spesso, infatti, nell'opinione pubblica si è diffuso scetticismo sia per il timore che le loro attività siano alimentate da motivazioni di carattere politico sia per la loro ridotta trasparenza che permetterebbe di muovere ingenti capitali all'interno dei mercati senza lasciare nessuna traccia.

Tale clima di sfiducia nei confronti dei fondi sovrani si è però interrotto recentemente per via di due eventi.

Il primo ha riguardato le difficoltà economiche a seguito della crisi del 2009 e la ridotta liquidità in alcune importanti piazze; l'intervento dei Swf ha infatti permesso la ricapitalizzazione di grossi istituti bancari¹¹ andando così a svolgere un'azione stabilizzatrice di fronte alle turbolenze finanziarie.

Il secondo elemento è stata la realizzazione dei c.d. *Generally Accepted Principles and Practices* (Gapp), anche conosciuti come "Principi di Santiago", ad opera di uno specifico gruppo di lavoro del Fondo monetario internazionale e di alcuni dei principali fondi sovrani. Si tratta di norme di buona condotta, non vincolanti, imposte ai Swf per migliorare la loro trasparenza, sia in termini di obiettivi sia di tracciabilità degli investimenti, al fine di prevenire attività protezionistiche nei loro confronti e creare un clima di business favorevole¹².

4.3 Rassegna della letteratura sulle attività dei Swf

La maggiore presenza dei Fondi sovrani nei mercati internazionali deve essere trattata con particolare attenzione in quanto potrebbero facilitare iniezioni di liquidità in uno scenario macroeconomico incerto nel quale sono crescenti le difficoltà di accesso al credito.

Le iniziali preoccupazioni con le quali sono stati accolti dall'opinione pubblica hanno riguardato la carenza di informazioni disponibili (sulla loro struttura, obiettivi

¹⁰Si tratta di un rischio solamente ipotetico in quanto non esiste nessuna evidenza di tale situazione.

¹¹Ad esempio, il Cic è entrata nel capitale di Blackstone e Morgan Stanley, il Temasek e il Gic in Ubs, Standard Chartered, Barclays, Merrill Lynch e Citigroup.

¹²La presenza di restrizioni per le acquisizioni o nella limitazione del diritto di voto in sostanza non andrebbero a dimostrare la passività dei Swf nelle scelte di gestione aziendale, anzi favorirebbero un ulteriore incremento dell'opacità di talune operazioni effettuate attraverso altri veicoli finanziari.

e asset a disposizione) e i timori che questi strumenti potessero essere utilizzati per finalità predatorie¹³.

Tutto ciò ha notevolmente alimentato l'attenzione su tali strumenti e, negli ultimi anni, sono stati prodotti una serie di studi accademici, di natura empirica e/o descrittiva, raggruppabili in due macro categorie: la prima prende in considerazione le performance aziendali a seguito dell'acquisizione da parte di un Swf mentre la seconda si focalizza sulle determinanti, economiche e non, che guidano le loro scelte di investimento.

4.3.1 Impatti post acquisizione

Questo filone di ricerca prende spunto dalla letteratura inerente l'acquisizione delle imprese da parte di grandi investitori istituzionali. Come evidenziato da Shleifer e Vishny (1997) e Ferreira e Matos (2008), l'intervento da parte dei c.d. "*large shareholders*" corrisponde a migliori risultati delle aziende target grazie alla maggiore partecipazione, e controllo, del nuovo investitore sia sulle attività sia sui processi gestionali della società partecipata (c.d. effetto certificazione).

Accanto a queste evidenze positive, gli stessi Shleifer e Vishny (1997) evidenziano anche situazioni negative, nello specifico quando la presenza di grandi investitori tende a limitare i poteri degli azionisti di minoranza (ad esempio su scelte relative ai processi di delocalizzazione o particolari politiche aziendali) oppure nel momento in cui le attività societarie vengono gestite non tanto per la massimizzazione degli utili quanto per il raggiungimento di obiettivi politici.

Partendo da queste premesse, grazie alla loro elevata disponibilità di capitale i Swf possono essere paragonati a tale tipologia di investitori alimentando quindi una specifica letteratura di riferimento.

Kotter e Lel (2009), facendo riferimento a un campione di 417 investimenti effettuati tra il 1980 e il 2009, evidenziano come le imprese target realizzano maggiori ritorni al crescere della trasparenza del Swf. Nello specifico si stimano delle performance superiori di oltre cinque punti percentuali rispetto ai fondi più opachi¹⁴.

¹³Soprattutto nel caso di quei paesi di origine dei Swf caratterizzati da sistemi legali non efficienti e con un elevato grado di corruzione

¹⁴Gli stessi autori però osservano una certa "passività" dei Swf per quanto riguarda le scelte gestionali dell'impresa.

Questi effetti però, come accade per i fondi pensionistici pubblici, tendono a perdere significatività nel momento in cui si prendono in considerazione le performance aziendali nel medio periodo (tre anni dall'acquisizione)¹⁵. Sene & Hesse (2009), invece, evidenziano un ritorno positivo associato allo stake azionario acquisito mentre secondo Dewenter et al. (2009), pur rilevando effetti positivi, la relazione tra gli *abnormal return* e la quota societaria detenuta è di tipo non lineare: al crescere di quest'ultima la reazione del mercato tende a diminuire. A differenza di quanto descritto da Kotter e Lel (2009), questi autori riconoscono inoltre ai Swf un ruolo di effettiva partecipazione nella gestione dell'azienda target, monitorando o influenzando l'attività della stessa (in linea con l'effetto certificazione descritto precedentemente per i grandi investitori istituzionali).

L'impatto positivo di tali fondi è stato certificato anche da Fernandes (2009) mentre Dewenter et al. (2009) e Beck e Fidora (2009) osservano come i risultati delle partecipate tendono a peggiorare nel momento in cui si effettuano delle operazioni di disinvestimento¹⁶. Ritorni negativi sono stati, invece, evidenziati nel lavoro di Knill et al. (2012); in questo caso si fa riferimento esclusivamente alle operazioni portate avanti da Swf di tipo commodity con bassi indici di trasparenza e orientati in società non finanziarie. Anche Bortolotti et al. (2008), basandosi su un campione di 802 investimenti effettuati da 33 Swf¹⁷, concludono che le aziende target sono caratterizzate da performance significativamente negative nei due anni seguenti all'acquisizione anche se dei ridotti ritorni positivi si rinvengono al momento dell'annuncio dell'acquisizione.

4.3.2 Selezione dell'impresa target: considerazioni micro e macroeconomiche

Il secondo ambito accademico considerato riguarda il processo di selezione dei Swf il cui obiettivo è quello di evidenziare quegli elementi che stimolano, o inibiscono, il processo di acquisizione.

Kotter e Lel (2008) e Del Guercio e Hawkins (1999) mostrano come i Swf, in modo analogo ai fondi pensione, tendono a investire all'interno di imprese che presen-

¹⁵Risultati simili si ritrovano anche in Fotak et al. (2008).

¹⁶Jory et al. (2009) al contrario non rinvengono particolari reazioni di mercato a seguito dell'acquisizione.

¹⁷Nel periodo 1985-2009.

tano delle difficoltà aziendali e un ridotto cash flow; differiscono però dagli Hedge Fund che, secondo Klein e Zur (2009) preferiscono le aziende maggiormente performanti.

Anche le ricerche di Boubakri et al. (2011) confermano che i fondi sovrani sono particolarmente attratti da quelle imprese con una scarsa liquidità e con disagi finanziari ma che, allo stesso tempo, presentano delle dimensioni e dei livelli di crescita potenziali maggiori rispetto alla media del settore. Anche Kotter e Lel (2008) rinviengono elementi positivi correlati alla struttura aziendale indicando come, generalmente, i target preferiti sono aziende multinazionali, che possono contare su un'ampia ramificazione nei mercati¹⁸.

Inoltre, Boubakri et al. (2011) e Fernandes (2009) concludono che i Swf tendono a non investire nelle aziende operanti nei comparti high-tech o in quelli caratterizzati da una massiccia attività di ricerca e sviluppo.

Di particolare interesse anche il lavoro di Truman (2008) che prende in considerazione anche le caratteristiche stesse del fondo sovrano, nello specifico il livello di trasparenza. I risultati mostrano come valori migliori di questo indicatore sono correlati a una focalizzazione verso imprese localizzate nei paesi sviluppati mentre i Swf più opachi risultano maggiormente attratti da attività più remunerative, quindi con un elevato grado di rischiosità, e rivolte verso società localizzate in sistemi con una minore tutela giuridica nei confronti degli investitori.

Chhaochharia e Laeven (2009) esplicitano che i fondi sovrani, oltre a diversificare gli investimenti in quei settori economici nei quali non si rileva una forte specializzazione nazionale, tendono a preferire come target quei paesi caratterizzati da una cultura simile; scelta riconducibile alla possibilità dell'investitore di reperire facilmente informazioni di varia natura, quali per esempio il funzionamento del sistema giuridico, la presenza di particolari norme per gli investimenti, ecc.¹⁹.

La necessità di ridurre questo "bias" informativo, secondo Balding (2008), tende a essere maggiore all'aumentare dell'influenza politica nella gestione del fondo stesso mentre dalle analisi di Liao (2010) non si rinviene nessuna allocazione distorsiva negli investimenti dovuta a influenze statali; conclusioni simili alle quali,

¹⁸Come evidenziato anche da Errunza et al. (1999).

¹⁹Gli stessi autori inoltre osservano come questi attori tendono a investire maggiormente nei paesi con un elevato sviluppo dei mercati presentando un'elevata focalizzazione verso le imprese operanti nel settore finanziario.

pur prendendo in considerazione le attività focalizzate nei soli paesi emergenti, giungono anche Miracky et al. (2009).

Se si considerano i Swf come investitori razionali e' possibile ipotizzare che le scelte di allocazione siano anche correlate alle relazioni politiche bilaterali tra i paesi coinvolti.

In modo analogo a quanto presente nella letteratura sui flussi di Ide, Gupta e Yu (2009) evidenziano che le strategie di investimento dipendono in modo significativo dai rapporti istituzionali tra gli Stati coinvolti (e da come essi evolvono nel tempo). Li e Vashchilko (2010) affermano che la presenza di rischi politici si ripercuote sulla numerosità delle operazioni a causa dei maggiori costi per l'investimento²⁰ mentre Knill et al. (2012) osservano che i fondi sovrani risultano più attivi nel momento in cui le relazioni bilaterali tendono a deteriorarsi²¹.

Ulteriori indicazioni sull'operatività dei Swf emergono dai risultati di Lecourt et al. (2012) ovvero che le scelte di investimento tra i differenti sistemi economici sono alimentate da logiche differenti.

Nel caso delle economie avanzate, la stabilità del tasso di cambio e la ricchezza nazionale appaiono le variabili di riferimento mentre per quanto riguarda le altre destinazioni si pone maggiore attenzione ai fattori di natura istituzionale, per esempio il livello di democrazia e la stabilità governativa²².

Sostanzialmente, esistono quindi una pluralità di fattori che vanno ad agire sulle scelte operative dei Swf, molte delle quali sono per lo più afferenti alla natura e agli obiettivi del fondo stesso.

Nonostante queste differenze "naturali", Avendano (2010) afferma che e' però possibile osservare come i fondi non-commodity, e quelli non Oecd, generalmente si focalizzano verso aziende con elevati profitti e presenti su scala globale. Inoltre, generalmente, i Swf preferiscono investire nei mercati esteri in aziende di grandi dimensioni e in quelle operanti nei settori a elevata intensità di R&S a differenza di quanto avviene per le operazioni di investimento nei mercati domestici (aziende più piccole con una leverage più bassa).

²⁰In modo analogo a quanto accade per i flussi commerciali e riportato nei lavori di Bergeijk (1994) e Gowa (1994).

²¹Considerando un campione di 900 investimenti, inerenti a un orizzonte temporale tra il 1984 e il 2009, gli autori concludono che le relazioni politiche incidono sulla localizzazione dell'investimento mentre impattano in modo negativo sull'ammontare di tale attività.

²²Gli stessi autori concludono che le scelte di investimento sono di natura "dinamica" ovvero tendono a ripetersi nuovamente nel paese target.

4.4 Analisi delle scelte di investimento

Partendo dalla letteratura sulle scelte di investimento precedentemente descritta, l'obiettivo del presente lavoro è quello di isolare gli elementi caratteristici, di varia natura, che potrebbero condurre a una nuova classificazione dei Swf sulla base dei loro comportamenti strategici.

A tal proposito è stata creata un'apposita banca dati contenente informazioni relative non solo alla struttura dei Swf ma anche alla selezione degli investimenti (es. attività economica, localizzazione geografica, stake acquisito, ecc.).

La finalità del lavoro e la mole dei dati a disposizione hanno suggerito una tecnica di indagine appartenente alla categoria dell'analisi multivariata, nello specifico si è scelto di adottare una cluster analysis attraverso la quale è stato possibile raggruppare, suddividendoli in varie partizioni, i Swf con caratteristiche simili²³.

4.4.1 La raccolta dati

Per la realizzazione della base dati, si è provveduto in modo preliminare a censire i Fondi Sovrani attivi facendo riferimento a quelli indicati dal Sovereign Wealth Fund Institute²⁴. La fase successiva ha riguardato l'osservazione delle transazioni effettuate, tra il 2000 e il 2012, facendo riferimento come fonte primaria alla banca dati Orbis di proprietà della Bureau Van Dijk²⁵. All'interno di questa è stato possibile delimitare le attività di acquisizione svolte direttamente dai Swf e le principali informazioni dell'azienda target, tra le quali la localizzazione geografica, lo stake acquisito e il codice Nace di appartenenza (nel dettaglio dei 6 Digit). Per completare le osservazioni, si è fatto inoltre riferimento alle transazioni censite dalla Sovereign Wealth Fund Review (2012), elaborata dalla Preqin, dal sito del Sovereign Wealth Fund Institute e dai vari report annuali rilasciati da alcuni Swf²⁶.

²³In sostanza minimizzare la "lontananza logica" interna a ciascun gruppo e di massimizzare quella tra i gruppi.

²⁴<http://www.swfinstitute.org/>.

²⁵La Banca dati in questione raccoglie, su scala globale, una pluralità di informazioni relative a oltre 100 milioni di aziende lungo un orizzonte temporale, in media, di 10 anni che può estendersi anche a 30 anni a seconda del paese censito (i paesi dell'Europa occidentale hanno le serie storiche più lunghe), della dimensione aziendale (per quelle più grandi si possiede una maggiore disponibilità) e della tipologia di variabile (i dati di bilancio appaiono più completi mentre le informazioni sulle M&A coprono un orizzonte temporale più raccolto).

²⁶Per quanto riguarda le transazioni effettuate in Italia, si è fatto riferimento anche ai dati riportati dalla Consob.

Tabella 4.2: Attivita' dei Swf

Swf	Totale operazioni			Stake		
	Freq.	%	Cum.	Freq.	Media	
1	Government Pension Fund-Global	193	18.9	18.9	192	2.8
2	Temasek Holdings	109	10.7	29.5	76	38.0
3	Kazakhstan National	66	6.5	36.0	54	54.5
4	Qatar Investment Authority	59	5.8	41.7	53	23.5
5	Samruk-Kazyna	58	5.7	47.4	54	81.0
6	Abu Dhabi Investment Authority	46	4.5	51.9	39	27.2
7	Mubadala Development Company	46	4.5	56.4	44	55.9
8	China Investment Corporation	45	4.4	60.8	34	27.7
9	National Social Security Fund	40	3.9	64.7	35	4.5
10	International Petroleum Investment Company	31	3.0	67.8	28	48.2
11	Lybian Investment Authority	31	3.0	70.8	16	39.6
12	New Zealand Superannuation Fund	31	3.0	73.8	27	2.9
13	Kuwait Investment Authority	29	2.8	76.6	23	20.1
14	Government Singapore Investment Corporation	27	2.6	79.3	22	11.4
15	Future Fund	21	2.1	81.3	1	0.8
16	State Administration of Foreign Exchange	20	2.0	83.3	11	0.8
17	Dubai International Capital	19	1.9	85.2	9	41.4
18	Dubai World	18	1.8	86.9	6	33.5
19	Emirates Investment Authority	18	1.8	88.7	17	27.2
20	State Capital Investment Corporation	17	1.7	90.3	16	43.1
21	National Wealth Fund	14	1.4	91.7	6	86.7
22	Arab Petroleum Investment Corporation	12	1.2	92.9	2	20.0
23	Alabama Trust Fund	10	1.0	93.9	-	-
24	Hong Kong Monetary Authority	8	0.8	94.6	7	92.1
25	Korea Investment Corporation	8	0.8	95.4	-	-
26	National Development Fund	8	0.8	96.2	8	13.0
27	Strategic Investment Fund	8	0.8	97.0	8	23.7
28	Brunei Investment Agency	7	0.7	97.7	5	83.8
29	Oman Investment Fund	6	0.6	98.2	6	17.3
30	State General Reserve Fund	6	0.6	98.8	6	54.2
31	Palestine Investment Fund	5	0.5	99.3	5	38.1
32	Rak Investment Authority	5	0.5	99.8	5	41.9
33	Fundo Soberano do Brasil	2	0.2	100.0	-	-
	Totale	1,023	100.0	-	815	29.3

* In rosso i Swf che detengono mediamente uno stake azionario superiore al 50%.

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

La terza fase ha riguardato la selezione delle variabili di natura macroeconomica,

e non²⁷, afferenti ai paesi di origine e a quelli di destinazione delle operazioni, ottenute da una serie di fonti di natura internazionale il cui dettaglio e' espresso in appendice.

4.4.2 Le attivita' dei Sovereign Wealth Fund

Dopo aver effettuato la pulizia di eventuali osservazioni duplicate e classificato in modo omogeneo l'attivita' economica delle imprese target, si e' giunti ad un campione di 1.023 osservazioni relative a 33 Fondi Sovrani (tabella 4.2), che detengono oltre il 76 per cento degli asset complessivi²⁸.

Dai dati raccolti, i fondi piu' attivi risultano il Government Pension Fund (circa il 19 per cento del totale) e il Temasek Holdings (10,7 per cento). A livello cumulato i primi 15 fondi censiti, per numerosita' delle transazioni, coprono oltre l'81 per cento del database mentre con riferimento alla tipologia di finanziamento degli asset, si rinviene come il 60 per cento delle attivita' riguardano i fondi di tipo commodity.

Nel dettaglio delle operazioni, appare utile considerare anche l'impatto dei Swf facendo riferimento allo stake societario acquisito, in questo particolare caso le informazioni disponibili producono una sensibile riduzione del campione a 815 osservazioni.

Considerando i valori per ogni Swf, si osserva come 15 presentano mediamente una quota di acquisizione superiore a quella dell'intero campione (che si colloca al 29,3 per cento), mentre solamente 7 di questi sembrerebbero focalizzati a detenere un controllo azionario di maggioranza.

Interessante sottolineare il caso del Government Pension Fund norvegese che a fronte di un'elevata numerosita' delle operazioni tende a spalmare il proprio patrimonio in attivita' che mediamente non superano la quota azionaria del 3 per

²⁷Le transazioni registrate nella banca dati non presentano un riferimento all'anno di acquisizione, di conseguenza si e' scelto di prendere in considerazione un intervallo tra il 2000 e il 2012, calcolandone i valori medi. La scelta di tale finestra temporale deriva dal fatto che le attivita' dei Swf hanno cominciato a essere rilevanti a partire dai primi anni del nuovo millennio e che la stessa banca dati considerata copre interamente questo periodo.

²⁸La rilevanza della copertura ottenuta puo' essere valutata dal fatto che sono censiti tutti i primi 14 Swf descritti dalla tabella 3.3, fatta eccezione per la Sama Foreign Holdings per la quale pero' esistono alcune discordanze circa la classificazione; molti autori infatti, ritengono tale Autorita' assimilabile maggiormente a una Banca Centrale.

cento mentre strategie differenti sembrerebbero essere seguite dai due fondi del Kazakhstan, il Samruk-Kazyna e il Kazakhstan National, orientate ad ottenere un peso specifico nel board societario²⁹.

4.4.2.1 Localizzazione geografica

Una seconda linea di indagine da considerare riguarda la localizzazione delle scelte di investimento e la propensione dei Swf a spostare i propri capitali al di fuori dei confini nazionali.

Per quanto riguarda lo spaccato geografico (tabella 4.3), e' emerso come i paesi dell'Unione europea (in particolare Gran Bretagna e Francia) rappresentano il target preferito di questi investitori (quasi il 25 per cento del totale) seguiti dall'Asia Orientale (23,5 per cento), Cina e Singapore su tutti, mentre appaiono marginali le attivita' nel continente africano.

Tabella 4.3: Orientamento geografico

Area	Totale operazioni			Stake	
	Freq.	%	Cum.	Freq.	Media
Unione Europea (Ue)	250	24.4	24.4	209	15.8
Asia Orientale	241	23.6	48.0	194	38.6
Medio Oriente	148	14.5	62.5	128	38.4
Asia Centrale	104	10.2	72.6	93	52.2
America settentrionale	96	9.4	82.0	56	20.2
Oceania	68	6.7	88.7	48	4.3
America centro-meridionale	54	5.3	94.0	48	10.7
Paesi europei non Ue	30	2.9	96.9	16	48.5
Africa settentrionale	20	2.0	98.8	14	15.8
Africa Sub-sahariana	12	1.2	100.0	9	50.9
Totale	1,023	100.0		815	29.3

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Prequin e Sovereign Wealth Fund Institute

Come evidenziato da Santiso (2012), anche per il campione osservato, tale selezione geografica non appare omogenea ma varia a seconda della natura del fondo stesso: quelli non-commodity presentano maggiori attivita' nei paesi dell'Asia orientale (50,5 per cento) e nell'Oceania (13,5 per cento) mentre quelli commo-

²⁹Per alcuni Swf lo stake medio acquisito supera il 70 per cento ma la ridotta numerosita' delle informazioni non ci permette di effettuare considerazioni appropriate.

dity prediligono l'Unione europea e il Medio Oriente (rispettivamente 33,6 e 23,7 per cento).

La stessa tabella 4.3 mostra come, in termini di stake acquisito i paesi Ue presentano una percentuale piu' bassa rispetto alla media del campione mentre valori piu' ampi si osservano per l'Asia Centrale (52,2 per cento), l'Asia Orientale (38,6 per cento) e il Medio Oriente (38,4)³⁰.

Questa differenziazione potrebbe essere spiegata non solo da scelte strategiche ma anche dalla volonta' dell'investitore di presidiare alcune aree economiche per le quali le asimmetrie informative siano ridotte al minimo.

Va infatti evidenziato come gli investimenti censiti tendono a essere indirizzati verso sistemi economici di prossimita', il 61 per cento delle operazioni dei fondi sovrani sono focalizzate all'interno della stessa area geografica di appartenenza (addirittura il 39,2 per cento nella stessa nazione di origine).

Tale evidenza emerge soprattutto per i non-commodity (solamente il 30 per cento degli investimenti e' diretto al di fuori del continente) mentre per quelli commodity si osserva un sostanziale bilanciamento³¹.

4.4.2.2 Selezione dell'attivita' economica

I settori maggiormente interessanti dalle operazioni di investimento si confermano quello finanziario/assicurativo e quello manifatturiero, che rappresentano congiuntamente oltre il 50 per cento del campione considerato (tabella 4.4), seguiti dall'attivita' mineraria e estrattiva (8,7 per cento) e dall'informatica e comunicazioni (7,6 per cento).

Prendendo in considerazione queste quattro attivita' economiche, si osserva uno stake acquisito non particolarmente alto e che raggiunge un valore superiore alla media complessiva solamente nel caso dei comparti di natura finanziaria e assicurativa (37,5 per cento).

³⁰Non si riportano i casi caratterizzati da una ridotta numerosita' delle osservazioni.

³¹Considerando come proxy culturale l'utilizzo della stessa lingua ufficiale, si osserva come nelle scelte di investimento per i fondi commodity tale evidenza si verifica nel 37,5 per cento dei casi mentre per quelli non commodity l'incidenza sale al 67,2 per cento.

Nel comparto manifatturiero e' possibile invece osservare una certa frammentazione delle acquisizioni con un valore medio che supera di poco il 15 per cento³².

Tabella 4.4: Distribuzione degli investimenti per codice Nace

	Totale operazioni			Stake	
	Freq	%	Cum.	Freq	media
Attivita' finanziarie e assicurative	297	29.0	29,0	232	37.5
Attivita' manifatturiere	232	22.7	51,7	189	15.2
Attivita' estrattive	89	8.7	60,4	63	26.2
Servizi di informatica e comunicazione	78	7.6	68,0	67	28.9
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, ecc.	51	5.0	73,0	40	23.9
Trasporto e magazzinaggio	47	4.6	77.6	36	34.8
Altre attivita' professionali, scientifiche ecc.	42	4.1	81.7	36	49.2
Fornitura di energia elettrica, gas, ecc.	40	3.9	85.6	36	27.0
Costruzioni	35	3.4	89.1	30	31.3
Real Estate	33	3.2	92.3	28	30.3
Altre attivita' di servizi	18	1.8	94.0	14	40.4
Servizi di alloggio e ristorazione	17	1.7	95.7	12	38.6
Sanita', servizi alle famiglie e assistenza	9	0.9	96.6	6	52.9
Fornitura di acqua; reti fognarie, ges. rifiuti	8	0.8	97.4	7	21.7
Attivita' amministrative e servizi di supporto	7	0.7	98.0	3	11.4
Agricoltura, silvicoltura e pesca	6	0.6	98.6	6	26.7
Istruzione	5	0.5	99.1	4	55.4
Attivita' artistiche, di intrattenimento ecc.	5	0.5	99.6	4	14.3
Attivita' di famiglie, ecc.	2	0.2	99.8	2	4.2
Attivita' di organismi internazionali	1	0.1	99.9	-	-
Amministrazione pubblica e difesa	1	0.1	100.0	-	-
Totale	1,023	100.0		815	29.3

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Concentrando l'indagine solamente in questo raggruppamento di attivita', si e' cercato di osservare la presenza dei Swf nei settori strategici ricorrendo alla penetrazione delle innovazioni descritta dalla tassonomia di Pavitt.

La tabella 4.5 mostra un sostanziale bilanciamento delle osservazioni all'interno dei quattro raggruppamenti di interesse.

Quello "scale intensive" denota pero' una frequenza maggiore (33,3 per cento); in questo caso si fa riferimento a imprese generalmente di grandi dimensioni, operanti prevalentemente nel settore automotive, che presentano un processo innovativo

³²Per alcune attivita' economiche si rinvengono dei valori medi che andrebbero a indicare un controllo di maggioranza da parte dei fondi anche se la ridotta numerosita' delle osservazioni non ci permette di esprimere un giudizio puntuale.

realizzato all'interno di specifici laboratori di R&S.

Il raggruppamento “*supplier oriented*”, che si colloca al secondo posto, presenta al suo interno aziende piu' piccole attive in settori (es. il tessile) dove l'innovazione tecnologica deriva da un processo di diffusione di tipo *top-down* ovvero trasmesso da altre aziende, spesso operanti in settori differenti.

Tabella 4.5: Investimenti nei settori Pavitt

	Totale operazioni			Stake	
	Freq	%	Cum.	Freq	media
Scale intensive	83	33.3	33.3	70	15.7
Supplier dominated	67	26.9	60.2	49	20.0
Specialized supplier	54	21.7	81.9	49	22.7
Science-based	45	18.1	100.0	39	15.3
Totale	249	100.0		207	18.3

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Infine, considerando nuovamente la totalita' del campione, si e' tentato di comprendere se i Swf tendono a diversificare il loro portafoglio oppure si concentrano esclusivamente su determinate attivita' economiche; ovviamente una maggiore diversificazione permette di ammortizzare meglio eventuali shock negativi che colpiscono un determinato settore.

Per tale scopo, si e' provveduto a calcolare per i Swf censiti il relativo indice di Herfindahl:

$$H = \sum_{i=1}^n S^2_i$$

Tale indice deriva dalla somma, elevata al quadrato, della quota di portafoglio (S) detenuta negli n settori produttivi considerati; a seconda della metodologia utilizzata il valore e' compreso tra 0 e 10.000 oppure tra 0 e 1, in questo caso si fara' riferimento alla seconda definizione, dove valori prossimi all'unita' stanno a indicare una maggiore concentrazione.

Per una maggiore semplicita' di analisi, si e' fatto riferimento esclusivamente al comparto finanziario/assicurativo, manifatturiero, minerario e al Real Estate mentre tutte le altre attivita' economiche sono state classificate in una categoria definita “Altro”³³.

³³Si e' scelto di considerare le principali tre attivita' economiche censite nella tabella 5 (oltre il 60 per cento del campione) alle quali e' stato aggiunto anche il Real Estate per via della rilevanza che ha assunto negli ultimi anni grazie alle sue caratteristiche di “settore rifugio”.

In generale e' possibile osservare come i fondi di maggiori dimensione, i primi dieci sulla base degli asset detenuti, presentano un indice H abbastanza contenuto che, fatta eccezione per la Kuwait Investment Authority ($H=0,53$), non supera mai il valore di 0,5 mentre il valore piu' basso e' segnato dal National Wealth Fund russo ($H=0,01$) per il quale si riviene pero' una particolare rilevanza del raggruppamento definito "Altro".

4.5 Risultati empirici

4.5.1 L'approccio della cluster analysis

La cluster analysis, che rientra nell'ambito dell'analisi multivariata, e' una tecnica statistica volta a collocare gli individui o le osservazioni all'interno di N gruppi che, a differenza delle altre metodologie di classificazione (es. l'analisi discriminante), non sono generalmente conosciuti prima dell'indagine.

Nello specifico, secondo quanto definito da Everitt (1993), la cluster analysis e' uno strumento volto a delineare dei gruppi all'interno dei quali gli individui presentano caratteristiche piu' o meno simili il cui obiettivo e' quello di "generare delle ipotesi e non di testarle".

Le metodologie per la partizione in cluster sono generalmente suddivise in due categorie, non gerarchiche e gerarchiche. All'interno del seguente lavoro si fara' riferimento a queste ultime, in particolare a quelle di tipo agglomerativo: ogni osservazione e' considerata come un gruppo separato (N partizioni di ampiezza uguale a 1) che, nei successivi passi dell'indagine, saranno man mano combinati fino a quando non si arrivera' alla realizzazione di un'unica partizione di ampiezza identica alla numerosita' del campione considerato³⁴.

La differenziazione tra un cluster e l'altro avviene prendendo in considerazione una misura di non similarita' che secondo Lance e Williams (1967) puo' essere generalizzata nel seguente modo:

$$d_{k(i,j)} = \alpha_i d_{ki} + \alpha_j d_{kj} + \beta d_{ij} + \gamma |d_{ki} - d_{kj}| \quad (4.1)$$

³⁴Questa tecnica si distingue da quella "divisiva" dove sostanzialmente il percorso e' di tipo inverso: si parte da un unico cluster per poi giungere a N gruppi.

dove d_{ij} è la dissimilarità (distanza) del cluster i rispetto a quello j , $d_{k(ij)}$ è la distanza tra il cluster k e quello nuovo derivante dall'unione di i e j mentre $\alpha_i, \alpha_j, \beta$ e γ indicano dei parametri che vengono settati sulla base della procedura di legame (linkage) tra cluster che si intende utilizzare: single, complete, average, weighted average, centroid, median e Ward.

Il metodo utilizzato nel lavoro è quello elaborato da Ward (1963) secondo il quale dall'unione dei due gruppi, nelle varie fasi del processo, deriva il minimo incremento della devianza all'interno delle singole partizioni.

La devianza totale può essere espressa come:

$$DEV_T = \sum_{s=1}^p \sum_{i=1}^n (x_{is} - \bar{x}_s)^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{s=1}^p (x_{is} - \bar{x}_s)^2 \quad (4.2)$$

\bar{x}_s è la media della variabile s dell'intero collettivo che, seguendo una partizione per g gruppi può essere distinta in devianza "interna"³⁵

$$DEV_{IN} = \sum_{k=1}^g \sum_{s=1}^p \sum_{i=1}^{n_g} (x_{is} - \bar{x}_{s,k})^2 \quad (4.3)$$

e devianza "esterna"

$$DEV_{OUT} = \sum_{s=1}^p \sum_{k=1}^g (\bar{x}_{s,k} - \bar{x}_s)^2 n_k \quad (4.4)$$

Ne deriva che $DEV_T = DEV_{IN} + DEV_{OUT}$, di conseguenza passando da $k + 1$ a k gruppi attraverso l'aggregazione si osserva un incremento del primo fattore mentre il secondo tenderà a diminuire; il metodo di Ward, quindi, permette l'aggregazione tra quei gruppi che all'interno presentano il minore livello di eterogeneità.

³⁵Relativa alle p variabili con riferimento al gruppo k .

Tabella 4.6: Test per la numerosita' dei cluster

	Calinski/Harabasz	Duda/Hart	
	pseudo-F	Je(2)/Je(1)	pseudo-T squared
1		0,81	7,00
2	7,00	0,79	6,73
3	7,74	0,64	6,27
4	8,31	0,64	7,33
5	8,95	0,59	4,93
6	9,37	0,59	3,55
7	9,30	0,47	3,33
8	9,03	0,33	4,07
9	8,67	0,35	3,74
10	8,47	0,61	3,87
11	8,42	0,53	2,63
12	8,45	0,46	2,39
13	8,55	0,00	,
14	8,67	0,16	5,35
15	8,62	0,38	3,28

4.5.2 Analisi dei risultati

4.5.2.1 Impostazione della clusterizzazione

Dopo aver provveduto a identificare nel metodo di Ward la migliore procedura di aggregazione, il passaggio successivo e' stato rivolto a individuare il numero di cluster in grado di spiegare in modo soddisfacente il fenomeno considerato; tale selezione e' stata condotta facendo riferimento a due test, quello di Calinski/Harabasz e quello di Duda/Hart (tabella 4.6). I dati riportati mostrano come per entrambe i test la soluzione appare omogenea. Il valore piu' alto per il Calinski/Harabasz e' 9,37 mentre per quello di Duda/Hart si fa riferimento allo 0,59, cui e' possibile associare un basso livello dello pseudo T-squared (3,55), che vanno a identificare una partizione a 6 gruppi osservabile anche all'interno del dendrogramma di riferimento (figura 4.2).

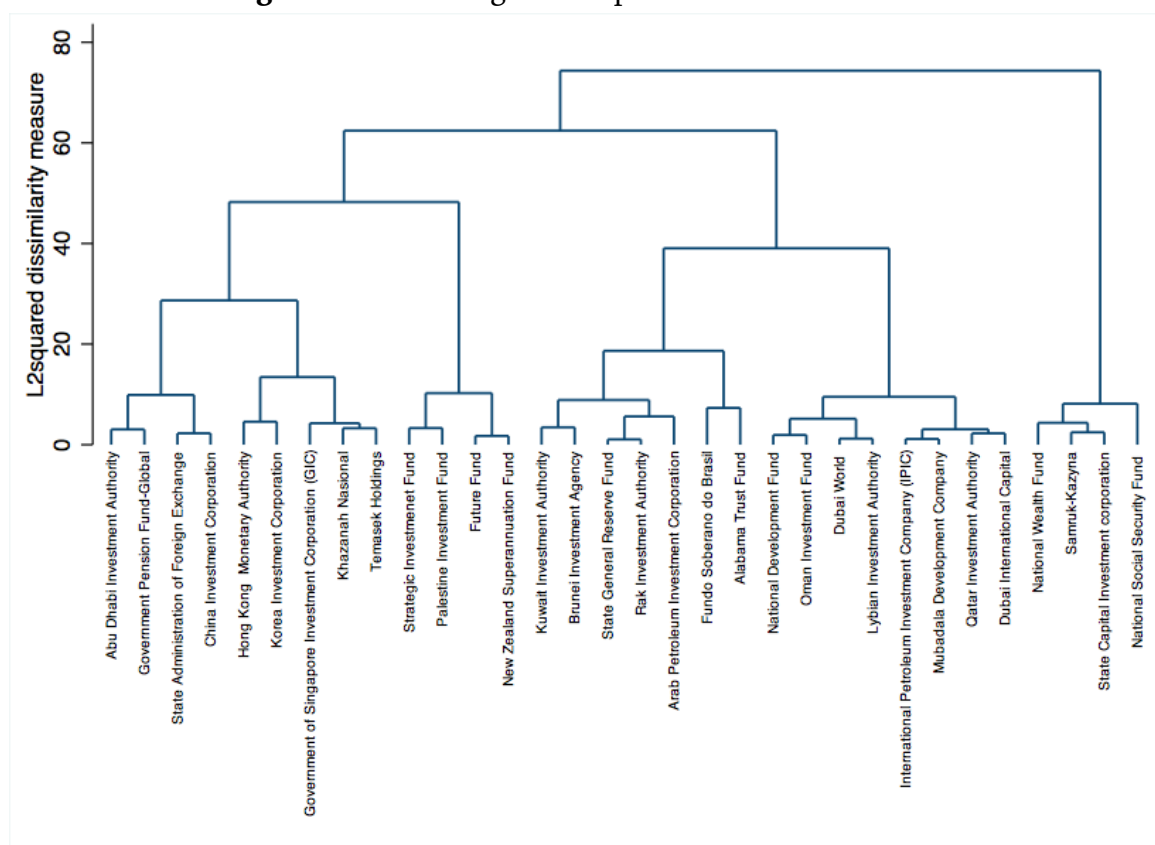
La misura di dissimilarita' espressa in colonna, che tendera' ad essere maggiore tanto piu' ci si avvicina al vertice, va a rappresentare quanto si differenziano le osservazioni contenute nei singoli cluster mentre la dimensione dei segmenti orizzontali definisce i soggetti contenuti nelle varie partizioni.

4.5 Risultati empirici

Le variabili considerate per la clusterizzazione possono essere distinte in tre macrocategorie:

1. Caratteristiche strutturali: anno di origine, asset detenuto, fonte di finanziamento, indice di trasparenza
2. Selezione geografica: localizzazione (paese/area), *country factors* (lingua ufficiale, tasso di crescita, benessere popolazione, apertura ai mercati internazionali)³⁶
3. Selezione settoriale: settori di investimento, indice di concentrazione (HI)

Figura 4.2: Dendrogramma per la clusterizzazione



³⁶Per la descrizione delle variabili si faccia riferimento all'appendice. Per quanto riguarda l'*Open Market Index (Omi)* si è provveduto a riclassificare i risultati in cinque categorie dove valori più elevati vanno a indicare paesi con una forte restrizione agli scambi internazionali, e viceversa. Le informazioni sulla lingua ufficiale derivano dalla banca dati del CEPR

4.5.2.2 Descrizione dei cluster

La definizione della numerosità dei cluster ha, infine, permesso di tracciare le caratteristiche peculiari di ogni raggruppamento, descritte nella tabella 9, che sinteticamente possono essere così definite:

1. *Swf di grandi dimensioni con scelte di investimento diversificate:*

si tratta dei fondi di maggiori dimensioni, sia di natura commodity che non commodity, che detengono oltre il 40 per cento del totale degli asset globali. A livello geografico, le scelte di investimento appaiono abbastanza diversificate in quanto, mediamente, solo il 29 per cento delle aziende target è localizzato nella stessa area di residenza dei fondi sovrani considerati; le aree di maggior interesse risultano l'Unione europea, l'America settentrionale e quella centro-meridionale (a livello cumulato rappresentano circa il 70 per cento degli investimenti effettuati).

Le operazioni sono indirizzate prevalentemente verso paesi con una buona capitalizzazione del mercato (mediamente il 90 per cento rispetto al Pil) e con un'adeguata apertura nei confronti dei mercati internazionali (T.O.=2,6); anche il livello di ricchezza pro-capite si colloca su dei valori elevati.

Osservando la composizione del portafoglio, emerge come le scelte settoriali appaiono abbastanza eterogenee e caratterizzate da una modesta partecipazione societaria (mediamente il 9,3 per cento). Rispetto alla media, presentano una maggiore predilezione per il segmento finanziario/assicurativo e per quello minerario (rispettivamente il 36,6 per cento e il 13,4 per cento del totale). Il settore manifatturiero, assorbendo circa il 21 per cento del portafoglio, si colloca su valori simili alla media dei cluster considerati.

2. *Swf di natura non commodity, focalizzati nelle aree di prossimità:*

il cluster raggruppa quei fondi, di natura non-commodity, localizzati nell'emisfero orientale, che possiedono un buon livello di trasparenza.

Questi Swf sono caratterizzati da scelte di investimento abbastanza focalizzate; infatti, anche se solo una piccola parte degli investimenti è concentrata nella nazione di origine, presentano una particolare predilezione per i paesi della stessa area geografica (62,5 per cento del totale) e che possiedono una "comune" lingua ufficiale (il 56,5 per cento). In questo caso, come emerso negli studi di Chhaochharia e Laeven (2009), la scelta di "prossimità" potrebbe derivare dalla possibilità di reperire velocemente varie informazioni

operative.

I paesi target, che sono caratterizzati da un'elevata apertura internazionale (T.O.=2,4) e da una ampia capitalizzazione del mercato (122 per cento rispetto al Pil), possono essere classificati come "dinamici" tant'è che negli ultimi dieci anni, mediamente, il tasso di crescita è stato del 4,6 per cento. Le scelte settoriali denotano, rispetto alla media delle altre partizioni ottenute, una maggiore focalizzazione nel finanziario/assicurativo e nel real estate. Questi investitori sono caratterizzati da una buona partecipazione nel capitale societario dell'azienda target infatti lo stake medio detenuto si colloca mediamente al 42,3 per cento.

3. *Piccoli Swf, non commodity, prevalentemente focalizzati nel paese di origine:* all'interno del cluster, figurano quei fondi sovrani di natura non commodity e posti in essere con l'avvento del nuovo millennio³⁷. Il loro asset a disposizione è abbastanza contenuto, in quanto rappresentano solamente una piccola parte del totale censito, mentre il livello di trasparenza risulta nettamente più elevato rispetto al campione.

Per le scelte di investimento tendono a prediligere quasi esclusivamente il paese di appartenenza (91 per cento dei casi), che generalmente è caratterizzato da una modesta crescita economica, mentre per quanto riguarda la selezione settoriale si denota una forte dispersione delle loro attività nella categoria definita "altro" (mediamente il 60,4 per cento delle operazioni). Scendendo nel dettaglio di questa voce, è possibile riscontrare una maggiore attenzione al segmento della fornitura di energia elettrica, nei servizi di IT e nelle attività di trasporto e magazzinaggio.

4. *Swf, con elevata concentrazione settoriale, focalizzati nelle aree di prossimità:* in questo cluster vengono raccolti i Swf finanziati prevalentemente dagli introiti petroliferi per i quali è possibile rintracciare, generalmente, la data di origine antecedente agli anni '90³⁸.

Gli investimenti presentano, mediamente, una maggiore concentrazione nella stessa area geografica (63,4 per cento del totale)³⁹, nello specifico verso paesi che presentano la medesima lingua ufficiale (il 66,8 per cento) e con un modesto livello di apertura internazionale (T.O.=3,0). Rispetto alla media

³⁷Ad eccezione del fondo palestinese, si tratta di Swf concentrati nei paesi Oecd.

³⁸Tra questi, l'unico outlier che è possibile individuare nel gruppo è il Fundo Soberano do Brasil.

³⁹Mentre meno della metà di questi è diretta nel paese di origine (46,8 per cento).

complessiva questi fondi presentano una forte concentrazione nel comparto finanziario/assicurativo (37,2 per cento), manifatturiero (29,0 per cento) e minerario/estrattivo (14,3 per cento).

5. *Swf di natura commodity con scelte di localizzazione diversificate:*

il cluster in questione raccoglie i fondi dell'area Medio Orientale e alimentati da fonti di tipo commodity.

I dati non mostrano nessuna polarizzazione geografica, solamente una piccola parte degli investimenti e' indirizzata nei paesi di origine (il 21,4 per cento) e in quelli di prossimita' (33,7 per cento).

Il target principale e' rivolto a quei sistemi con una dinamica economica abbastanza sostenuta (circa il 4 per cento di crescita media nell'ultimo decennio) ma con una capitalizzazione del mercato non particolarmente sviluppata (63,8 per cento del Pil).

Focalizzando l'attenzione sul portafoglio settoriale emerge come, rispetto alla media complessiva, questi fondi presentano una maggiore attenzione al real estate: detengono infatti una quota del 5,5 per cento rispetto al valore medio del 3,3 per cento.

6. *Swf focalizzati esclusivamente nel paese di origine:*

sono fondi, di natura mista, che sono stati creati a partire dal 2000. Si differenziano dalle altre partizioni perche' focalizzano totalmente i loro investimenti nelle economie domestiche.

Quest'ultime, caratterizzate da tassi di crescita particolarmente ampi (in media il 7,6 per cento) ma con una ridotta ricchezza della popolazione, presentano un mercato non abbastanza capitalizzato (circa il 39 per cento rispetto al Pil) e un ridotto livello di apertura internazionale (TO=4).

Per quanto riguarda le scelte settoriali, oltre ad una rilevanza superiore rispetto alla media nel real estate, si individua la forte incidenza della voce "altro" il cui dettaglio appare particolarmente eterogeneo.

A differenza delle altre partizioni ottenute, i fondi sovrani di questo cluster presentano una maggiore propensione al controllo della societa' target (mediamente il 51,7 per cento del capitale societario), partecipando attivamente nella definizione dei processi strategici.

La bonta' delle partizioni ottenute puo' essere riscontrata nella tabella 4.7 che restituisce risultati soddisfacenti per ogni test effettuato mentre la significativita'

4.5 Risultati empirici

delle variabili utilizzate nella segmentazione si rinviene nella tabella 4.8.

Tabella 4.7: MANOVA

N. obs=30

Source	Statistic	df	F(df1, df2)	= F	Prob>F
Cluster	W	0.0001	5 75.0 52.1	4.21	0.0000 a
	P	3.9349	75.0 70.0	3.45	0.0000 a
	L	41.3549	75.0 42.0	4.63	0.0000 a
	R	20.4125	15.0 14.0	19.05	0.0000 u
Residual			24		
Total			29		

W = Wilks' lambda; L = Lawley-Hotelling trace

P = Pillai's trace; R = Roy's largest root

Tabella 4.8: Significativita' variabili

Equation	Obs	Parms	RMSE	R-sq	F	P
asset	30	6	102291.8	0.8193	2.176.801	0.0000
same_c	30	6	2.730.798	0.5827	6.703.027	0.0005
same_a	30	6	2.251.761	0.5766	6.536.611	0.0006
same_l	30	6	2.374.769	0.6421	8.610.106	0.0001
fin	30	6	2.258.549	0.0842	.4415946	0.8150
man	30	6	2.185.897	0.0436	.2186839	0.9510
real	30	6	4.642.563	0.2753	1.823.664	0.1462
min	30	6	148.478	0.0506	.2557961	0.9327
other	30	6	1.683.819	0.1979	1.184.375	0.3460
hi	30	6	.0823592	0.7597	1.517.382	0.0000
to	30	6	.5295563	0.4777	4.390.262	0.0056
market	30	6	2.970.411	0.4291	3.607.732	0.0142
ir	30	6	7.111.456	0.1222	.668218	0.6512
gdp_pc	30	6	10771.86	0.4013	3.216.885	0.0231
gdp_gro	30	6	1.419.784	0.5037	4.872.481	0.0032

La tabella 4.9 permette di osservare nel dettaglio la costruzione dei cluster, all'interno di questa sono riportate le principali informazioni dei Swf e, nelle ultime due colonne, la numerosita' delle transazioni registrate. Per quanto riguarda la

significativita' delle variabili contenute nei singoli cluster, utilizzate per definire la partizione proposta, si faccia riferimento alla tabella 4.11⁴⁰.

⁴⁰Le figure 4.5, 4.6, 4.7 (in Appendice) consentono di identificare i raggruppamenti definiti all'interno di uno scatter plot delle varie caratteristiche considerate.

4.5 Risultati empirici

Tabella 4.9: Composizione cluster

Cluster	Swf	Year	Asset (1)	T_I	LM_I	SoC	Country	Oss.	Freq.
1	ADIA	1976	627.000	58	5	C	UAE	46	4,5
1	CIC	2007	575.200	57	7	NC	Cina	45	4,4
1	Government Pension Fund	2006	803.900	97	6	C	Norvegia	193	18,9
1	SAFE	1997	567900		4	NC	Cina	20	2,0
			2.573.400	70,7	5,5			304	29,7
2	GIC	1981	285.500	65	10	NC	Singapore	27	2,6
2	Hong Kong Monetary Authority	1993	326.710	70	8	NC	HONG KONG	8	0,8
2	Khazanah Nasional	1993	39.165	44	5	NC	Malesia	66	6,5
2	Korea Investment Corporation	2005	56.653	60	9	NC	Korea	8	0,8
2	Temasek Holdings	1974	173314	73	10	NC	Singapore	109	10,7
			595.842	61,8	8,0			191	18,7
3	Future Fund	2006	88.700	80	10	NC	Australia	21	2,1
3	New Zealand Superannuation Fund	2003	19383		10	NC	Nuova Zelanda	31	3,0
3	Palestine Investment Fund	2003	9000			NC	Palestina	5	0,5
3	Strategic Investmenet Fund	2008	25083		9	NC	Francia	8	0,8
			142.166	80,0	9,7			65	6,4
4	Alabama Trust Fund	1986	2.491		9	C	Stati Uniti	10	1,0
4	APIC	1975	4.312			C	UAE	12	1,2
4	Brunei Investment Agency	1983	40.000	21	1	C	Brunei	7	0,7
4	Fundo Soberano do Brasil	2008	10.277	80	9	NC	Brasile	2	0,2
4	Kuwait Investment Authority	1953	386.000	63	6	C	Kuwait	29	2,8
4	Rak Investment Authority	2005	2000		3	C	UAE	5	0,5
4	State General Reserve Fund	1980	8200		4	C	Oman	6	0,6
			406.477	71,5	5,5			42	4,1
5	Dubai International Capital	2004	10.000		4	C	UAE	19	1,9
5	Dubai World	2003	100.000	55	4	C	UAE	18	1,8
5	IPIC	1984	65.300	26	9	C	UAE	31	3,0
5	Lybian Investment Authority	2006	65.000		1	C	Libia	31	3,0
5	Mubadala Development Company	2002	55500	59	10	C	UAE	46	4,5
5	National Development Fund	2002	54000	29	5	C	Iran	8	0,8
5	Oman Investment Fund	2006	6.000		4	C	Oman	6	0,6
5	Qatar Investment Authority	2005	115000	15	5	C	Qatar	59	5,8
			230.500	34,3	6,0			119	11,6
6	National Social Security Fund	2000	160.652	70	5	NC	Cina	40	3,9
6	National Wealth Fund	2008	88.000	50	5	C	Russia	14	1,4
6	Samruk-Kazyna	2000	77.553	65	8	C	Kazakhstan	58	5,7
6	State Capital Investment corporation	2005	1.400		4	O.C.	Vietnam	17	1,7
			327.605	61,7	5,5			129	12,6
NC	Emirates Investment Authority	2007			3	C	UAE	18	1,8
Complessivo			6.364.000	63,3	6,7			1.023	100,0

(1) Asset in milioni di dollari

4.6 Conclusioni

Pur essendo un fenomeno di origine antiche, i fondi sovrani hanno raccolto una crescente attenzione quando, a seguito dello scoppio della crisi sub-prime, sono stati coinvolti nella ricapitalizzazione di alcuni istituti finanziari statunitensi. La definizione di tali strumenti e' stata attribuita a Rozanov (2005), successivamente affinata da altri autori (Truman, 2008; Balding, 2008; Bortolotti et al., 2008), mentre per avere una classificazione "operativa", oltre a quella basata sulle fonti di approvvigionamento, si fa riferimento agli studi di Klitzing et al. (2010) e di Kunzel et al. (2011).

Partendo da questi approcci accademici, l'obiettivo del lavoro e' stato quello di implementare questo filone di ricerca cercando una nuova partizione che non prendesse in considerazione solo gli elementi strutturali ma che facesse riferimento anche alle varie specificita' delle attivita' di investimento portate avanti da questi strumenti.

Per tale finalita' e' stato appositamente costruito un campione di 1.023 osservazioni, relative alle operazioni di acquisizione operate da 33 Fondi Sovrani (quasi l'80 per cento degli asset complessivi), attraverso le quali e' stato possibile tracciare alcune considerazioni di interesse.

Come emerso dal lavoro di Klitzing et al. (2010), all'interno dei Swf e' possibile osservare la distinzione tra i c.d. investitori "passivi", ad esempio il Government Pension Global (mediamente non detiene una quota societaria superiore al 3 per cento), e quelli che sono maggiormente orientati ad avere una partecipazione attiva nella gestione dell'azienda target, in linea con quanto descritto da Kotter e Lel (2009), quali ad esempio il Kazakhstan National e la Mubadala Development Company.

Comportamenti non omogenei si rivengono, confermando le ipotesi di Santiso (2012), nella selezione geografica in particolare facendo riferimento alle fonti di finanziamento: se quelli di natura non-commodity presentano maggiori attivita' nei paesi dell'Asia orientale gli altri prediligono l'Unione europea e il Medio Oriente.

Coerentemente con Quadrio Curzio e Miceli (2010), secondo i quali i Swf tendono a investire prevalentemente all'estero, l'analisi del campione considerato ha però mostrato come il 61 per cento delle operazioni dei fondi sovrani sono focalizzate all'interno della stessa area geografica di appartenenza mentre il 39,2 per cento è indirizzato nella stessa nazione di origine. Tale evidenza emerge soprattutto per i non-commodity che veicolano al di fuori della loro ripartizione territoriale solamente il 30 per cento delle operazioni. Probabilmente, riprendendo Chhaochharia e Laeven (2009), tali strumenti pur diversificando geograficamente le proprie attività preferiscono ancorarsi nelle aree di "prossimità culturale".

In linea con le aspettative, a livello settoriale si conferma l'interesse per il comparto finanziario/assicurativo e manifatturiero (oltre il 50 per cento degli investimenti censiti), con una buona attenzione alle attività estrattive e a quelle dell'IT. L'indice di Herfindahl ha invece permesso di dimostrare come i fondi di più grandi dimensioni, generalmente, presentano una maggiore diversificazione del loro portafoglio, probabilmente al fine di ammortizzare eventuali shock intra-settoriali.

Considerando solamente il comparto manifatturiero, la dispersione degli investimenti sulla base della classificazione di Pavitt ha mostrato come il segmento "*scale intensive*" denota la frequenza maggiore indicando una particolare attenzione alle società con elevata intensità di R&S, similmente a quanto dimostrato da Averdano (2010) e in antitesi con le posizioni di Boubakri et al. (2011) e Fernandes (2009).

Al fine di giungere a una nuova classificazione di tali strumenti, la tipologia del campione raccolto ha suggerito un approccio statistico basato sull'analisi multivariata: l'utilizzo di una cluster analysis (di tipo gerarchico e con il metodo di Ward) ha permesso di raggruppare i Swf in 6 partizioni, ognuna caratterizzata dalla prevalenza di determinati fattori di interesse. Nello specifico, la *dimensione dei fondi* (espressa in termini di asset detenuti) ha permesso di isolare i "Swf di grandi dimensioni con scelte di investimento diversificate" (cluster 1) dai "Piccoli Swf, non commodity, prevalentemente focalizzati nel paese di origine" (cluster 3). Il fattore *localizzazione* ha evidenziato la presenza di fondi focalizzati esclusivamente nelle economie domestiche, i "Swf focalizzati esclusivamente nel paese di origine" (cluster 6), mentre introducendo anche il fattore *fonte di finanziamento* si è giunti alla separazione tra quelli alimentati dalle risorse energetiche/minerarie, "Swf di natura commodity con scelte di localizzazione diversificate" (cluster 5) e

“Swf, con elevata concentrazione settoriale, focalizzati nelle aree di prossimità’ ” (cluster 4), da quelli non finanziati dai proventi petroliferi, i “Swf, di natura non commodity, focalizzati nelle aree di prossimità” (cluster 2).

4.6 Conclusioni

Tabella 4.10: Statistiche descrittive per cluster

C	Y	Aum	soc	lm_d	s_c	s_a	s_l	to	gdp_pc	gdp_gr	mrk	man	min	fin	real	oth	hi
1	min	1976	567,900	1.00	0.00	0.00	0.00	2.10	26,517.34	2.10	66.94	8.89	2.17	11.92	0.00	26.09	0.20
	mean	1996.5	643,350	2.00	0.25	12.05	14.23	2.62	29,476.77	3.28	90.94	20.85	13.43	36.58	3.78	38.26	0.24
	max	2007	803,300	3.00	1.00	30.43	39.13	2.87	36,515.69	4.07	123.26	41.45	22.22	52.17	6.52	44.44	0.29
	s.d.	14.38749	109,831	1.15	0.50	14.84	22.75	0.36	4,714.13	0.96	25.60	14.48	9.38	17.27	2.73	8.31	0.04
2	min	1974	39,165	1.00	0.00	12.50	0.00	1.63	9,731.32	2.39	99.71	0.00	0.00	12.50	0.00	25.00	0.11
	mean	1989.2	176,268	1.00	0.60	25.63	62.54	2.47	25,089.21	4.64	122.87	17.11	11.59	31.86	6.13	44.91	0.24
	max	2005	326,710	1.00	1.00	75.76	87.88	3.04	40,150.68	6.05	139.63	37.04	50.00	62.50	14.81	62.50	0.41
	s.d.	12.00833	130,075	0.00	0.55	32.72	29.09	0.57	11,632.50	1.37	14.62	14.79	21.63	19.34	6.95	17.24	0.13
3	min	2003	9,000	1.00	0.00	71.43	85.71	2.00	1,126.79	-1.97	37.14	0.00	0.00	12.90	0.00	28.57	0.04
	mean	2005	35,542	1.00	0.75	91.25	95.62	2.53	25,622.27	1.09	70.11	15.59	5.19	24.00	0.00	60.41	0.12
	max	2008	88,700	1.00	1.00	100.00	100.00	3.00	39,737.70	2.69	114.96	33.33	14.29	38.10	0.00	80.00	0.28
	s.d.	2.44949	36,059	0.00	0.50	13.56	13.83	0.55	17,085.31	2.12	35.02	18.09	6.79	10.63	0.00	23.21	0.11
4	min	1953	2,000	1.00	0.00	28.57	14.29	2.14	6,455.81	1.82	30.84	0.00	0.00	0.00	0.00	20.69	0.36
	mean	1984.286	64,754	2.71	0.29	46.80	63.42	3.06	20,806.40	3.97	73.67	29.08	14.32	37.22	0.00	33.70	0.49
	max	2008	386,000	3.00	1.00	100.00	100.00	4.00	44,227.50	5.31	134.35	70.00	50.00	72.41	0.00	50.00	0.56
	s.d.	18.61643	142,271	0.76	0.49	40.06	27.75	0.67	14,188.41	1.12	41.38	34.33	19.68	35.58	0.00	9.26	0.07
5	min	1984	6,000	3.00	0.00	16.67	3.23	2.11	8,740.58	2.22	29.53	0.00	0.00	3.23	0.00	25.00	0.08
	mean	2001.5	58,850	3.00	0.25	21.42	33.68	2.67	28,059.41	3.83	63.80	19.71	9.47	26.70	5.54	48.05	0.17
	max	2006	115,000	3.00	1.00	63.04	67.39	3.33	41,329.85	6.77	108.40	36.84	29.03	47.46	16.67	66.67	0.23
	s.d.	7.250616	38,060	0.00	0.46	20.26	17.41	0.50	11,162.91	1.58	25.07	14.69	9.95	14.32	6.16	15.40	0.05
6	min	2000	1,400	1.00	0.00	100.00	100.00	4.00	842.45	5.16	13.38	0.00	0.00	0.00	0.00	35.29	0.01
	mean	2003.25	81,901	2.25	0.25	100.00	100.00	4.00	4,091.24	7.57	38.74	17.19	5.82	23.95	4.09	54.78	0.14
	max	2008	160,652	3.00	1.00	100.00	100.00	4.00	7,162.51	10.03	63.81	35.29	8.62	41.38	7.50	92.86	0.21
	s.d.	3.947573	65,162	0.96	0.50	0.00	0.00	0.00	2,838.24	2.05	24.42	18.04	3.93	17.40	3.80	26.65	0.09
Tot.	min	1953	1,400	1.00	0.00	0.00	0.00	1.63	842.45	-1.97	13.38	0.00	0.00	0.00	0.00	20.69	0.01
	mean	1995.844	151,519	2.16	0.38	45.01	59.73	2.87	22,885.22	4.04	76.24	20.66	10.36	30.36	3.33	45.58	0.25
	max	2008	803,300	3.00	1.00	100.00	100.00	4.00	44,227.50	10.03	139.63	70.00	50.00	72.41	16.67	92.86	0.56
	s.d.	13.53397	213,823	0.99	0.49	39.90	32.23	0.68	13,287.50	2.20	36.70	20.29	13.55	20.94	4.85	17.77	0.15

Tabella 4.11: Risultati regressione multivariata

	Struttura		Prossimità ¹			Country			Portafoglio	
	Asset	Soc_3	Same_c	Same_a	Same_l	Gdp_gro	Gdp_pc_gr	TO	HI	Market
Cluster_2	-467081.6***	-.5*								
Cluster_3	-607808.5***	-.5*								
Cluster_4	-578595.71***	0,35								
Cluster_5	-584500***	.5*								
Cluster_6	-561448.75***	0								
Cluster_2			13,5775	33,302999*	42,2725*					
Cluster_3			79,192501***	62,815***	81,392498***					
Cluster_4			34,746071*	34,189286*	52,633928**					
Cluster_5			9,3712498	4,4475	13,366249					
Cluster_6			87,9475***	70,765***	85,7725***					
Cluster_2						1,3609999	1,6025	-0,14099995		
Cluster_3						-1,1683335	-0,63749999	-0,24833332		
Cluster_4						0,69214274	-0,20464281	0,4478572		
Cluster_5						0,55874994	-0,92374999	0,05375004		
Cluster_6						4,2974999***	5,1649999***	1,3850001***		
Cluster_2									-0,00449999	31,929501
Cluster_3									-0,0925	-9,8391673
Cluster_4									24321429***	-17,273928
Cluster_5									-0,0725	-27,145001
Cluster_6									-0,11583333	-46,889167*
N	32		32			31			30	

Legenda: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Bibliografia

Aizenman J., Glick R., 2008, "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance", NBER Working Papers 14562, National Bureau of Economic Research, Inc.

Avendano R., 2010, "Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments, Economix Workshop on Sovereign Wealth Funds and globalization.

Avendano R., Santiso J., 2009, "Are SWF Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds", Oecd, Emerging Markets Network Working Paper.

Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C., "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, 2013, IMF Working Paper WP/13/231.

Al-Sadig, A., 2012, "The Effects of Foreign Direct Investment on Private Domestic Investment: Evidence From Developing Countries", *Empirical Economics*, pp. 1–9 doi:10.1007/s00181-012-0569-1.

Al-Sadig, A., 2013, "Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment: the Case of Developing Countries", *Imf*, WP/13/52.

Balding, C., 2008, "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", Working paper, University of California-Irvine.

Beck R., Fidora M., 2008, "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", *European Central Bank, Occasional Papers*, 91.

Beck R., Fidora M., 2009, "Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis", *European Business Organization Law Review*, 10, pp 353367.

Bernstein, S., J. Lerner, and A. Schoar, 2009, "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds," mimeo, Harvard Business School.

- Bortolotti, B., V. Fotak, W. Megginson, and W. Miracky, 2008, "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance", mimeo, Turin University.
- Boubakri N., Cosset J.C., Samir N., 2011, "Sovereign Wealth Fund Acquisitions: A Comparative Analysis with Mutual Funds", *Institutional Investors in Global Capital Markets (International Finance Review, Volume 12)*, Emerald Group Publishing Limited, pp.355-389
- Castelli M. e Scacciavillani F., 2012, "The new economics of Sovereign Wealth Funds", *The Wiley Finance Series*, John Wiley & Sons, New York.
- Chao, C., "Sovereign Wealth Funds, Macroeconomic Policy Alignment and Financial Stability", 2008. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1420614> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1420614>.
- Chhaochharia, V., Laeven, L., "The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds", 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262383> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1262383>.
- Ciarlone A., Miceli V., 2013, "The Portfolio Allocation Strategies of Sovereign Wealth Funds and the Financial Crisis", *Bank of Italy Occasional Paper No. 156*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2260333> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2260333>
- Clark, G., Monk A., 2009, "The oxford survey of sovereign wealth funds' asset managers", Working paper, University of Oxford.
- Das, U.S., Yinqiu L., Mulder C., Sy A., "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations", 2009, *IMF Working Paper WP/09/179*.
- Del Guercio, D. and J. Hawkins, 1999, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism," *Journal of Financial Economics* 52, 293–340.
- Desai, M.A., Foley C. F., Hines, J. R., 2005, "Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock", *American Economic Review*: 95 (2) pp. 33—38.
- Dewenter, K., X. Han, and P. Malatesta, 2009, "Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments," mimeo, University of Washington.
- Dunning, J., 1993, "Multinational Enterprises and the Global Economy", Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Dunning J., Kim C., Park D., 2008, "Old Wine in New Bottles: A Comparison of Emerging Market TNCs Today and Developed Country TNCs 30 Years Ago",

in “The Rise of Transnational Corporations from Emerging Markets: Threat or Opportunity?”, Columbia University, New York.

Errunza, V., K. Hogan, and M. Hung, 1999, “Can the Gains from International Diversification Be Achieved Without Trading Abroad?” *Journal of Finance* 54, 2075–2107.

Everitt B., 1974, "Cluster Analysis", Social Science Research Council. Halsted Press, New York

Feldstein, M., Horioka C., 1980, “Domestic Savings and International Capital flows”, *Economic Journal* 90: pp. 314–329.

Fernandes, N., 2009, “Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World”, mimeo, IMD.

Ferreira, M. and P. Matos, 2008, “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors Around the World,” *Journal of Financial Economics* 88, 499–533.

Gilson, R. and C. Milhaupt, 2008, “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism”, mimeo, Stanford Law School.

Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales, 2006, “Does Culture Affect Economic Outcomes? *Journal of Economic Perspectives* 20, 23–48.

Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales, 2007. “Cultural Biases in Economic Exchange?,” *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.

Gupta, N., Yu, X., 2007, “Does money follow the flag?”, Working Paper, Indiana University. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1316364> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1316364>

Hoskisson, R. E., Eden L., Lau C.M., Wright M., 2000, “Strategy in Emerging Economies”, *Academy of Management Journal* 43:249–67.

Hejazi, W., Pauly P., 2003, “Motivations for FDI and Domestic Capital Formation”, *Journal of International Business Studies* 34: pp. 282–289.

Herzer, D., Schrooten M., 2007, “Outward FDI and Domestic Investment” , DIW Discussion Paper 679. (Berlin: Deutsches Institut for Wirtschaftsforschung).

International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, 2011, Chapter 2 “Long-term Investors and Their Asset Allocation: Where Are They Now?”.

- International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008. "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles", October 2008.
- Johnson, S., 2007, "The Rise of Sovereign Wealth Funds", Finance and Development, Washington, DC: International Monetary Fund, September 2007.
- Karolyi G., Liao R.C., 2010, "What is Different About Government-Controlled Acquirers in Cross-Border Acquisitions?", FEEM Working Paper No. 38.2010; Johnson School Research Paper Series No. 24-2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1597125>
- Kimmitt R. M., 2008, "Public footprints in private markets", Foreign Affairs, 87, 1, January/February 2008
- Klein, A., Zur E., 2007, "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private Investors", working paper, New York University.
- Klitzing E., Lin D., Lund S., Nordin L., "Demystifying Sovereign Wealth Funds", in Das U.S., Mazarei A., Van der Hoorn A., "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", (pp. 3-15), Washington DC: Imf, 2010.
- Knill, A., Lee, B.-S., Mauck, N., 2012, "Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment", Journal of Corporate Finance, 18(1): 108–123.
- Kern, S., 2007, "Sovereign Wealth Funds-State Investments on the Rise." Deutsche Bank Research.
- Kotter, J., Lel U., 2008, "Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets", International Finance Discussion Paper No. 940, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kunzel P., Lu Y., Petrova I., Pihlman J., 2011, "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm", IMF Working Paper, WP/11/19.
- Lance G.N., Williams W.T., 1967, "A general theory of classificatory sorting strategies: Hierarchical systems", Computer Journal, 9, 373-380.
- Lecourt C., Candelon B., Kerkoury M., 2012, "Are Sovereign Wealth Funds' Investments Determined by Macroeconomic Factors ?", 15th SGF Conference in Zurich and the International Finance Banking and Insurance Congress in Antalya.

- Li Q., Vashchilko T., 2010, "Dyadic Military Conflict, Security Alliances, and Bilateral FDI Flows," *Journal of International Business Studies* 41(5): 765-782.
- Lyons, G., 2007, "State capitalism: The rise of sovereign wealth funds", *Journal of Management Research* 7, Number 3, 119–146.
- Miracky W., Bortolotti B., 2009, "Weathering the Storm: Sovereign Wealth-Funds in the Global Economic Crisis of 2008", Monitor Group, Boston, MA and Fondazione Eni Enrico Mattei, Milano, Italy.
- OECD, 2008, "Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies," OECD Investment Committee Report, April 20, 2008.
- Park, D., G. Estrada, 2009, "Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination", ADB Economics Working Paper No. 170, Asian Development Bank, Manila.
- Ping, X., Chao, C., 2009, "The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds", Social Science Research Network.
- Quadrio Curzio A., Miceli V., (2010), "Sovereign Wealth Funds. A complete Guide to State-owned Investment Funds", Harriman House, UK.
- Rozanov, A., 2005, "Who Holds the Wealth of Nations", *Central Banking Journal*, Volume XV, Number 4.
- Rozanov, A., 2007, "Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities", State Street Global Advisors.
- Santiso J., 2008, "Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nation", *Oecd, Emerging Markets Network Working Paper*.
- Santiso, J., 2012, "Sovereign Wealth Funds 2012", Barcelona: ESADE Center for Global Economic and Geopolitics.
- Sauramo, P., 2008, "Does Outward Foreign Direct Investment Reduce Domestic Investment? Macro-evidence from Finland" , *Labour Institute for Economic Research, Discussion Papers No. 239 (Helsinki)*.
- Shleifer, A., and Vishny R., 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997, A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* 52, 737–783.

Stevens, G.V.G., Lipsey R.E., 1992, "Interactions between Domestic and Foreign Investment", *Journal of International Money and Finance* 11(1): pp. 40–62.

Summers, L., 2007, "Sovereign wealth funds shake the logic of capitalism", *Financial Times*, July 30, 2007.

Truman, E., 2007, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability", Policy Brief No. PB07-6, Peterson Institute for International Economics.

Truman, E., 2008, "A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds", Mimeo, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics.

Truman E., 2008, "A blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices", Policy briefs for International economics, Peterson Institute for International Economics.

UNCTAD (2012), "World Investment Report, Towards a new Generation of Investment Policies", Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

UNCTAD (2013), "Global value chains: investment and trade for development", Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

Ward J., 1963, "Hierarchical grouping to optimize an objective function", *Journal of the American Statistical Association*, 58, pp. 236-244.

Zilinsky J., 2009, "Understanding Sovereign Wealth Funds", Senior thesis, Harvard University.

4.7 Appendice

Tabella 4.12: Suddivisione Aree geografiche/Paesi

- **Unione europea (Ue):** Austria, Belgio, Bulgaria, Ceca (Repubblica), Cipro, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Svezia, Ungheria.
- **Paesi europei non Ue:** Albania, Andorra, Bielorussia, Bosnia-Erzegovina, Ceuta (1999-2000), Croazia, Faer Oer, Gibilterra, Islanda, Kosovo (dal 01/06/2005), Liechtenstein, Macedonia (Ex Repubblica iugoslava di), Melilla (1999-2000), Moldavia, Montenegro (dal 01/06/2005), Norvegia, Russia, San Marino, Santa Sede (Stato della Città' del Vaticano), Serbia (dal 01/06/2005), Svizzera, Turchia, Ucraina.
- **Africa settentrionale:** Algeria, Ceuta, Egitto, Libia, Marocco, Melilla, Tunisia.
- **Altri paesi africani:** Angola, Benin, Botswana, Burkina Faso, Burundi, Camerun, Capo Verde, Centrafricana (Repubblica), Ciad, Comore, Congo, Congo (Repubblica democratica del), Costa d'Avorio, Eritrea, Etiopia, Gabon, Gambia, Ghana, Gibuti, Guinea, Guinea equatoriale, Guinea-Bissau, Kenya, Lesotho, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Maurizio, Mayotte, Mozambico, Namibia, Niger, Nigeria, Oceano Indiano (Territorio britannico dell'), Ruanda, Sant'Elena, Sao Tome' e Principe, Seicelle, Senegal, Sierra Leone, Somalia, Sudafrica, Sudan, Swaziland, Tanzania (Repubblica unita di), Togo, Uganda, Zambia, Zimbabwe.
- **America settentrionale:** Canada, Groenlandia, Saint-Pierre e Miquelon, Stati Uniti.
- **America centro-meridionale:** Anguilla, Antigua e Barbuda, Antille Olandesi, Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belize, Bermuda, Bolivia, Brasile, Cayman (Isole), Cile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Dominica, Dominicana (Repubblica), Ecuador, El Salvador, Falkland (Malvine Isole), Giamaica, Grenada, Guatemala, Guyana, Haiti, Honduras, Messico, Montserrat, Nicaragua, Panama, Paraguay, Perù', Saint Kitts e Nevis, Saint Vincent e le Grenadine, Santa Lucia, Suriname, Trinidad e Tobago, Turks e Caicos (Isole), Uruguay, Venezuela, Vergini americane (Isole), Vergini britanniche (Isole).
- **Medio Oriente:** Arabia Saudita, Armenia, Azerbaigian, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Georgia, Giordania, Iran (Repubblica islamica dell'), Iraq, Israele, Kuwait, Libano, Oman, Qatar, Siria, Territorio palestinese occupato, Yemen.
- **Asia centrale:** Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, India, Kazakistan, Kirghizistan, Nepal, Pakistan, Sri Lanka, Tagikistan, Turkmenistan, Uzbekistan.
- **Asia orientale:** Brunei, Cambogia, Cina, Corea del Nord, Corea del Sud, Filippine, Giappone, Hong Kong, Indonesia, Laos, Macao, Malaysia, Maldive, Mongolia, Myanmar (Ex Birmania), Singapore, Taiwan, Thailandia, Timor-Leste, Vietnam. Oceania Australia, Christmas (Isola), Cocos (Keeling Isole), Cook (Isole), Figi, Guam, Heard e McDonald (Isole), Isole minori lontane dagli Stati Uniti, Kiribati, Marianne settentrionali (Isole), Marshall (Isole), Micronesia (Stati Federati di), Nauru, Niue, Norfolk (Isola), Nuova Caledonia, Nuova Zelanda, Palau, Papua Nuova Guinea, Pitcairn, Polinesia francese, Salomone (Isole), Samoa, Samoa americane, Tokelau, Tonga, Tuvalu, Vanuatu, Wallis e Futuna.

Tabella 4.13: Descrizione variabili

- **Market capitalization of listed companies (% of GDP):** Market capitalization (also known as market value) is the share price times the number of shares outstanding. Listed domestic companies are the domestically incorporated companies listed on the country's stock exchanges at the end of the year. Listed companies does not include investment companies, mutual funds, or other collective investment vehicles (Source: World Development Indicator).
- **Real interest rate (%):** Real interest rate is the lending interest rate adjusted for inflation as measured by the GDP deflator (Source: World Development Indicator).
- **GDP growth (annual %):** Annual percentage growth rate of GDP at market prices based on constant local currency. Aggregates are based on constant 2005 U.S. dollars. GDP is the sum of gross value added by all resident producers in the economy plus any product taxes and minus any subsidies not included in the value of the products. It is calculated without making deductions for depreciation of fabricated assets or for depletion and degradation of natural resources (Source: World Development Indicator).
- **GDP per capita (current US\$):** GDP per capita is gross domestic product divided by midyear population. GDP is the sum of gross value added by all resident producers in the economy plus any product taxes and minus any subsidies not included in the value of the products. It is calculated without making deductions for depreciation of fabricated assets or for depletion and degradation of natural resources. Data are in current U.S. dollars (Source: World Development Indicator).
- **Open Markets Index (OMI):** the OMI, used to measure the openness of key economies, is composed of four components (Trade openness, Trade policy regime, International capital inflows and Infrastructure for trade). The number of degrees of openness are: most open, excellent (score of 5-6), above average openness (Score 4-4.99), average openness (Score 3-3.99), below average openness (Score 2-2.99), very weak (Score 1-1.99). For an overview of the analytical approach taken to develop the Open Markets Index, as well as a description of the key data sources used to populate the index see http://www.icc.se/policy/statements/2011/Open_Markets_Index_2011.pdf

Tabella 4.14: Distribuzione degli investimenti dei Swf per area geografica (% sul totale)

	Afr_sub	Afr_set	Ame_cm	Ame_set	Asi_ce	Asi_or	MO	Oce	Pe_nonUe	UE	Tot
Government Pension Fund	0.0	5.0	42.6	17.7	18.3	5.0	1.4	17.7	0.0	42.8	18.9
Temasek Holdings	8.3	0.0	16.7	15.6	9.6	27.8	0.0	1.5	0.0	2.4	10.7
Khazanah Nasional	0.0	0.0	1.9	1.0	1.9	23.2	2.0	0.0	3.3	0.8	6.5
Qatar Investment Authority	0.0	5.0	3.7	4.2	0.0	0.8	14.9	0.0	13.3	9.6	5.8
Samruk-Kazyna	0.0	0.0	0.0	0.0	55.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.7
Mubadala Development	0.0	0.0	3.7	3.1	0.0	1.2	21.0	0.0	6.7	2.0	4.5
Abu Dhabi Investment	0.0	15.0	14.8	3.1	3.9	0.4	10.1	0.0	0.0	4.8	4.5
China Investment Corp	8.3	0.0	7.4	15.6	1.0	5.0	0.0	1.5	6.7	3.6	4.4
National Social Security	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.6	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9
New Zealand Superannual	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	44.1	3.3	0.0	3.0
Lybian Investment Authority	58.3	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.3	8.8	3.0
International Petroleum	0.0	10.0	0.0	2.1	1.0	0.8	6.8	1.5	0.0	5.2	3.0
Kuwait Investment Authority	0.0	10.0	0.0	4.2	0.0	0.4	12.2	0.0	3.3	1.2	2.8
Government of Singapore	0.0	0.0	3.7	4.2	2.9	6.2	0.0	1.5	3.3	0.4	2.6
Future Fund	0.0	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0	0.0	22.1	3.3	0.8	2.1
State Administration Fund	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	7.4	0.0	5.6	2.0
Dubai International Capital	0.0	0.0	1.9	2.1	1.0	0.4	2.7	0.0	0.0	4.0	1.9
Emirates Investment Authority	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.8	0.0	0.0	0.0	1.8
Dubai World	8.3	0.0	0.0	5.2	1.0	0.4	2.7	0.0	0.0	2.4	1.8
State Capital Investment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
National Wealth Fund	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	46.7	0.0	1.4
Arab Petroleum Investment	0.0	40.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0	0.0	1.2
Alabama Trust Fund	0.0	0.0	0.0	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	3.3	0.0	1.0
Strategic Investment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	0.8
National Development	16.7	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0	0.4	0.8
Korea Investment Corporation	0.0	0.0	0.0	7.3	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
Hon Kong Monetary Authority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0	3.3	0.4	0.8
Brunei Investment Agency	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.4	1.5	0.0	0.8	0.7
State General Reserve	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.8	0.6
Oman Investment Fund	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.8	0.7	1.5	0.0	0.0	0.6
Rak Investment Authority	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	2.7	0.0	0.0	0.0	0.5
Palestine Investment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	0.0	0.0	0.0	0.5
Fundo Soberano do Brazil	0.0	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.15: Suddivisione investimenti cluster/Macro Area (% sul totale di colonna/riga)

	Afr_sub	Afr_set	Ame_cm	Ame_set	Asi_ce	Asi_or	MO	Oce	Pe_nonUe	Ue	Tot
1	8.33	22.22	64.81	37.50	23.08	10.37	12.88	26.47	6.67	56.80	30.25
2	8.33	0.00	22.22	28.12	14.42	60.17	2.27	2.94	10.00	4.00	21.69
3	0.00	0.00	0.00	3.12	0.00	0.00	3.79	66.18	6.67	4.00	6.47
4	0.00	55.56	3.70	13.54	1.92	1.24	23.48	1.47	6.67	2.80	7.06
5	83.33	22.22	9.26	17.71	4.81	4.56	57.58	2.94	23.33	32.40	21.69
6	0.00	0.00	0.00	0.00	55.77	23.65	0.00	0.00	46.67	0.00	12.84
	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1	0.33	1.32	11.51	11.84	7.89	8.22	5.59	5.92	0.66	46.71	100.00
2	0.46	0.00	5.50	12.39	6.88	66.51	1.38	0.92	1.38	4.59	100.00
3	0.00	0.00	0.00	4.62	0.00	0.00	7.69	69.23	3.08	15.38	100.00
4	0.00	14.08	2.82	18.31	2.82	4.23	43.66	1.41	2.82	9.86	100.00
5	4.59	1.83	2.29	7.80	2.29	5.05	34.86	0.92	3.21	37.16	100.00
6	0.00	0.00	0.00	0.00	44.96	44.19	0.00	0.00	10.85	0.00	100.00

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Prequin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.16: Distribuzione % degli investimenti in Africa sub-Sahariana

Swf	Mining	Cons.	Fin.	Inf.	Man.	Whole	Tot.
China Investment Corp.	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0	0.0	8.3
Dubai World	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0	0.0	8.3
Lybian Investment Aut.	0.0	100.0	0.0	80.0	100.0	100.0	58.3
National Development	50.0	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	16.7
Temasek Holdings	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.3
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.17: Distribuzione % degli investimenti in Africa settentrionale

Swf	Mining	Agricult.	Fin.	Man.	Profe. serv.	Whole.	Tot.
Abu Dhabi Investment	0.0	0.0	42.9	0.0	0.0	0.0	15.0
Arab Petroleum Invest.	100.0	0.0	0.0	66.7	0.0	0.0	40.0
Emirates Investment A	0.0	0.0	0.0	16.7	0.0	100.0	10.0
Government Pension Fund	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0
International Petroleum	0.0	0.0	14.3	0.0	100.0	0.0	10.0
Kuwait Investment Aut.	0.0	0.0	28.6	0.0	0.0	0.0	10.0
National Development	0.0	0.0	0.0	16.7	0.0	0.0	5.0
Qatar Investment Auth.	0.0	0.0	14.3	0.0	0.0	0.0	5.0
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Prequin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.18: Distribuzione % degli investimenti in America centro-meridionale

Swf	Mining	Acco.	Constr.	Elect.	Fin.	Infor.	Man.	Oth. serv.	Pr. serv.	Real Est.	Trans.	Whol.	Tot.
Abu Dhabi Investment	16.7	0.0	0.0	50.0	15.4	0.0	12.5	0.0	0.0	0.0	0.0	33.3	14.8
China Investment Corp.	16.7	0.0	0.0	0.0	15.4	0.0	6.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4
Dubai International C.	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
Fundo Soberano do Brazil	16.7	0.0	0.0	0.0	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7
Government Pension Fund	33.3	0.0	100.0	50.0	7.7	0.0	56.3	100.0	100.0	100.0	33.3	33.3	42.6
Government of Singapore	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7
Khazanah Nasional	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
Mubadala Development	0.0	0.0	0.0	0.0	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7
Qatar Investment Auth.	0.0	0.0	0.0	0.0	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7
Temasek Holdings	16.7	100.0	0.0	0.0	15.4	100.0	6.3	0.0	0.0	0.0	66.7	33.3	16.7
Tot	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.19: Distribuzione % degli investimenti in America settentrionale

Swf	Min.	Acc.	Arts, ent.	Cons.	Elect.	Fin.	Info.	Man.	Oth. ser.	Prof. serv.	R.E.	Whol.	Tot
Abu Dhabi Investment	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1
Alabama Trust Fund	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,6	21,4	0,0	0,0	0,0	0,0	9,4
China Investment Corp.	26,7	0,0	0,0	0,0	25,0	25,0	14,3	3,6	100,0	0,0	33,3	0,0	15,6
Dubai International Cap.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1
Dubai World	0,0	50,0	100,0	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	33,3	12,5	5,2
Future Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	14,3	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1
Government Pension Fund	20,0	0,0	0,0	100,0	25,0	12,5	0,0	32,1	0,0	0,0	0,0	0,0	17,7
Government of Singap.	0,0	50,0	0,0	0,0	50,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2
International Petrole	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1
Khazanah Nasional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,5	1,0
Korea Investment Corp	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	0,0	7,1	0,0	0,0	0,0	12,5	7,3
Kuwait Investment Aut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,5	0,0	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2
Lybian Investment Aut	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Mubadala Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	0,0	3,6	0,0	0,0	33,3	0,0	3,1
Qatar Investment Auth	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	14,3	3,6	0,0	0,0	0,0	12,5	4,2
State Administration	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Temasek Holdings	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,6	14,3	0,0	100,0	0,0	50,0	15,6
Tot	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Prequin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.20: Distribuzione % degli investimenti in Asia centrale

Swf	Edu.	Mining	Acco.	Const.	Elect.	Fin.	Infor.	Man.	Prof. serv.	Real Est.	Trans.	Tot
Abu Dhabi Investment Aut.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,6	11,1	5,9	0,0	0,0	0,0	3,9
China Investment Corp	0,0	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Dubai International C	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Dubai World	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Government Pension Fu	0,0	12,5	100,0	50,0	20,0	2,8	33,3	52,9	0,0	50,0	0,0	18,3
Government of Singapo	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	11,1	5,9	0,0	0,0	0,0	2,9
International Petrole	0,0	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Khazanah Nasional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	7,1	0,0	0,0	1,9
Oman Investment Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	0,0	7,1	0,0	0,0	1,9
Rak Investment Author	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	1,0
Samruk-Kazyna	100,0	62,5	0,0	25,0	80,0	66,7	11,1	11,8	85,7	50,0	100,0	55,8
State General Reserve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Temasek Holdings	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,9	22,2	17,7	0,0	0,0	0,0	9,6
Tot.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.21: Distribuzione % degli investimenti in Asia orientale

Swf	Edu.	Min.	Acco.	Adm.	Agri.	Cons.	Elec.	Fin.	Hum.	Info.	Man.	Oth. se.	Prof. se.	Real Est.	Trans.	Wat. sup	Whole.	Tot.
Abu Dhabi Invest.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Brunei Investment Ag.	0,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
China Investment Co.	0,0	18,2	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	8,6	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0
Dubai International Ca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Dubai World	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Government Pension Fu	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	16,7	0,0	10,6	0,0	16,7	9,1	0,0	0,0	11,1	5,0
Government of Singapo	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	3,7	0,0	0,0	14,9	0,0	0,0	27,3	0,0	0,0	11,1	6,2
Hon Kong Monetary Au	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,9	0,0	0,0	0,0	20,0	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0	2,5
International Petrole	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Khazanah Nasional	100,0	9,1	20,0	0,0	50,0	53,9	25,0	22,2	66,7	31,6	6,4	40,0	16,7	9,1	35,7	100,0	11,1	23,2
Korea Investment Corp	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Kuwait Investment Aut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Mubadala Development	0,0	9,1	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
National Social Secur	0,0	27,3	20,0	0,0	0,0	23,1	25,0	12,4	0,0	10,5	25,5	0,0	0,0	27,3	14,3	0,0	22,2	16,6
Oman Investment Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Qatar Investment Auth	0,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
State Capital Investm	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	15,4	0,0	6,2	0,0	5,3	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,2	7,1
Temasek Holdings	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0	7,7	12,5	30,9	16,7	52,6	23,4	40,0	66,7	18,2	50,0	0,0	22,2	27,8
Tot.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Prequin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.22: Distribuzione % degli investimenti in Medio Oriente

Swf	Edu.	Min.	Acco.	Adm.	Cons.	Elec.	Fin.	Info.	Man.	Oth. se.	Prof. se.	Real Est.	Trans.	Wat. sup	Whole.	Tot.
Abu Dhabi Investment	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	15,9	0,0	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	10,1
Arab Petroleum Invest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7
Brunei Investment Age	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4
Dubai International C	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	4,8	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	20,0	2,7
Dubai World	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	2,7
Emirates Investment A	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,0	33,3	4,8	20,0	0,0	25,0	33,3	0,0	0,0	10,8
Government Pension Fu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4
International Petrole	0,0	50,0	0,0	100,0	25,0	0,0	0,0	0,0	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,8
Khazana Nasional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0
Kuwait Investment Aut	0,0	16,7	25,0	0,0	0,0	0,0	18,8	11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	12,2
Mubadala Development	100,0	33,3	0,0	0,0	25,0	42,9	10,1	44,4	33,3	20,0	0,0	25,0	33,3	50,0	0,0	21,0
National Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	2,7
Oman Investment Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Palestine Investment	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3	1,5	11,1	0,0	40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,4
Qatar Investment Auth	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	14,3	23,2	0,0	4,8	20,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,9
Rak Investment Author	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,5	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	20,0	2,7
State General Reserve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	2,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.23: Distribuzione % degli investimenti in Oceania

Swf	Min,	Adm.	Agr.	Cons.	Elec.	Fin.	Hu. hea.	Info.	Man.	Oth. se.	Real Est.	Trans.	Whole.	Tot.
Brunei Investment Age	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
China Investment Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	1,5
Future Fund	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	41,2	0,0	20,0	17,7	0,0	0,0	0,0	33,3	22,1
Government Pension Fu	20,0	0,0	50,0	0,0	0,0	5,9	0,0	20,0	29,4	0,0	0,0	20,0	33,3	17,7
Government of Singapo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	1,5
International Petrole	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
New Zealand Superannu	20,0	100,0	50,0	100,0	100,0	23,5	100,0	60,0	52,9	50,0	0,0	80,0	33,3	44,1
Oman Investment Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	1,5
State Administration	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4
Temasek Holdings	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.24: Distribuzione % degli investimenti nei Paesi europei non Ue

Swf	Edu.	Min.	Acco.	Act. Hous.	Arts	Fin.	Hum. hea.	Info.	Man.	Prof. Act.	Pub. ad.	Real Est.	Trans.	Whole.	Tot.
Alabama Trust Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
China Investment Corp	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,7
Future Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Government of Singapo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Hon Kong Monetary Au	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Khazanal Nasional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Kuwait Investment Aut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Lybian Investment Aut	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3
Mubadala Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	0,0	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,7
National Wealth Fund	100,0	33,3	100,0	0,0	0,0	0,0	50,0	66,7	0,0	100,0	100,0	100,0	0,0	75,0	46,7
New Zealand Superannu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	3,3
Qatar Investment Auth	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	13,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Tabella 4.25: Distribuzione % degli investimenti nell'Unione europea

Swf	Min.	Acco.	Act. Hou.	Adm.	Agric.	Arts.	Cons.	Elec.	Fin.	Inf.	Man.	Oth. ser	Prof. serv.	Real Est.	Tran.	Wat. sup	Whole.	Tot.
Abu Dhabi Investment	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	5,0	1,3	0,0	20,0	33,3	7,1	0,0	5,9	4,8
Brunei Investment Ag.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
China Investment Corp	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3	10,0	4,7	5,0	1,3	0,0	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6
Dubai International C	0,0	50,0	0,0	25,0	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	6,6	0,0	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0
Dubai World	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,4	0,0	5,9	2,4
Future Fund	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Government Pension Fu	50,0	50,0	0,0	50,0	0,0	0,0	42,9	20,0	32,6	60,0	55,3	50,0	26,7	55,6	35,7	0,0	35,3	42,8
Government of Singapo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	0,0	0,0	0,0	0,4
Hon Kong Monetary Au	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
International Petrole	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	2,3	0,0	5,3	0,0	13,3	0,0	7,1	0,0	11,8	5,2
Khazanah Nasional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	0,0	0,8
Kuwait Investment Aut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
Lybian Investment Aut	16,7	0,0	0,0	25,0	0,0	33,3	0,0	10,0	2,3	5,0	11,8	0,0	0,0	0,0	14,3	20,0	11,8	8,8
Mubadala Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	4,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0
National Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Qatar Investment Auth	5,6	0,0	100,0	0,0	100,0	33,3	28,6	20,0	11,6	10,0	4,0	25,0	0,0	0,0	7,1	0,0	17,7	9,6
State Administration	11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	9,3	0,0	5,3	0,0	6,7	0,0	0,0	20,0	5,9	5,6
State General Reserve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Strategic Investmenet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3	10,0	4,7	5,0	0,0	0,0	6,7	0,0	7,1	20,0	0,0	3,2
Temasek Holdings	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,3	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,4
Tot.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

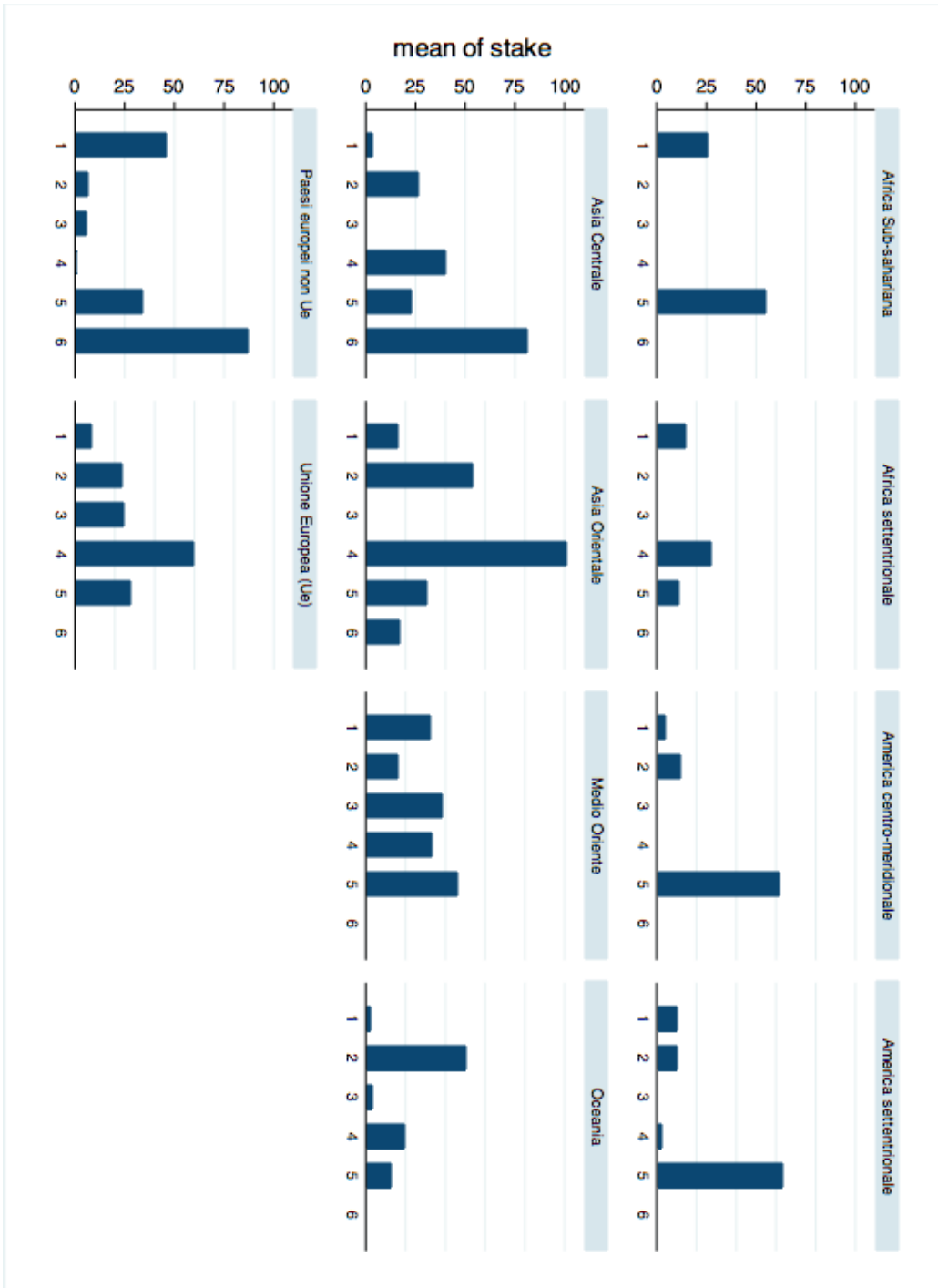
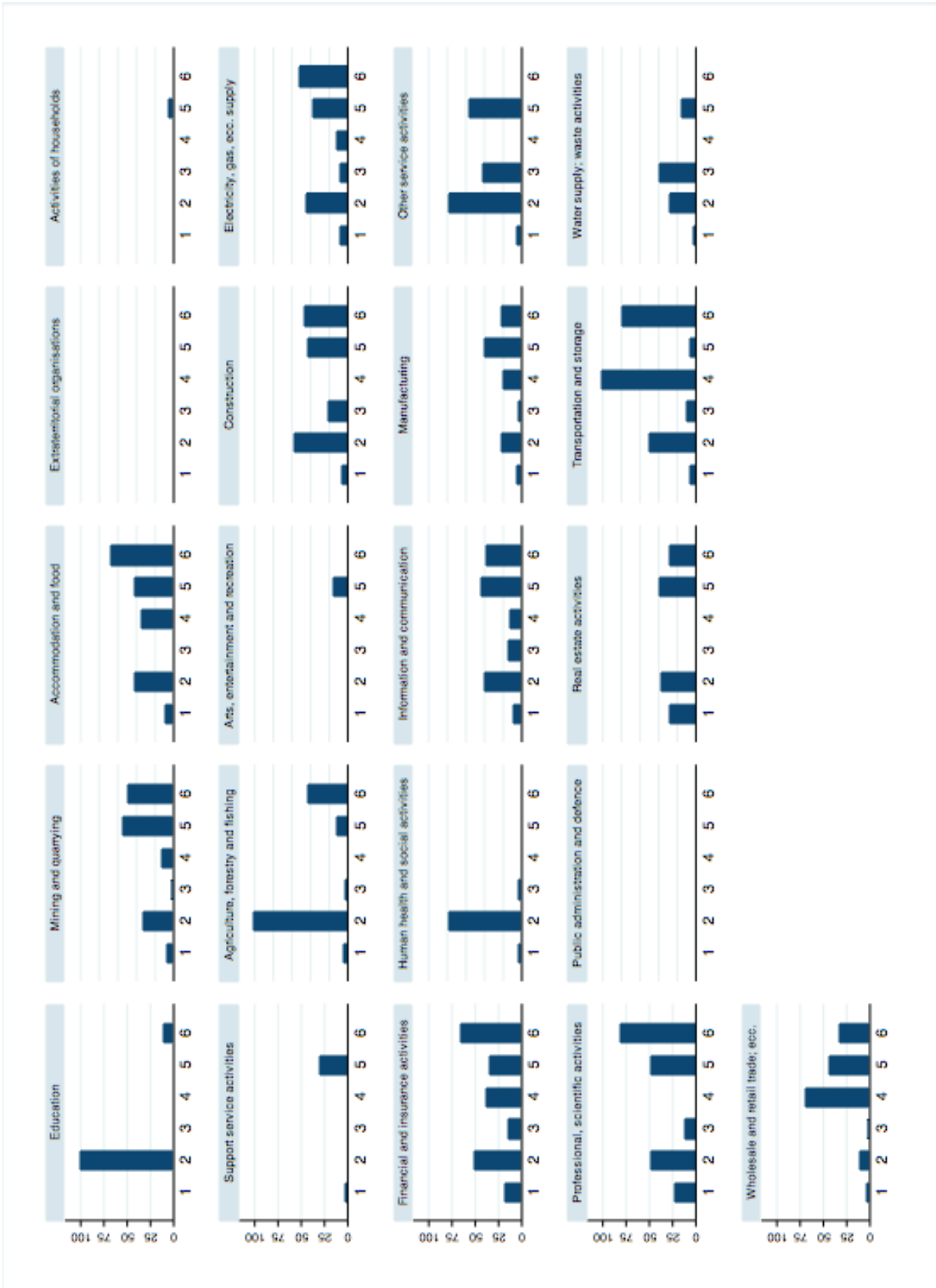


Figura 4.3: Analisi stake cluster/Macro Area (valori medi)

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Preqin e Sovereign Wealth Fund Institute

Figura 4.4: Analisi stake cluster/Nace (valori medi)



Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk, Prequin e Sovereign Wealth Fund Institute

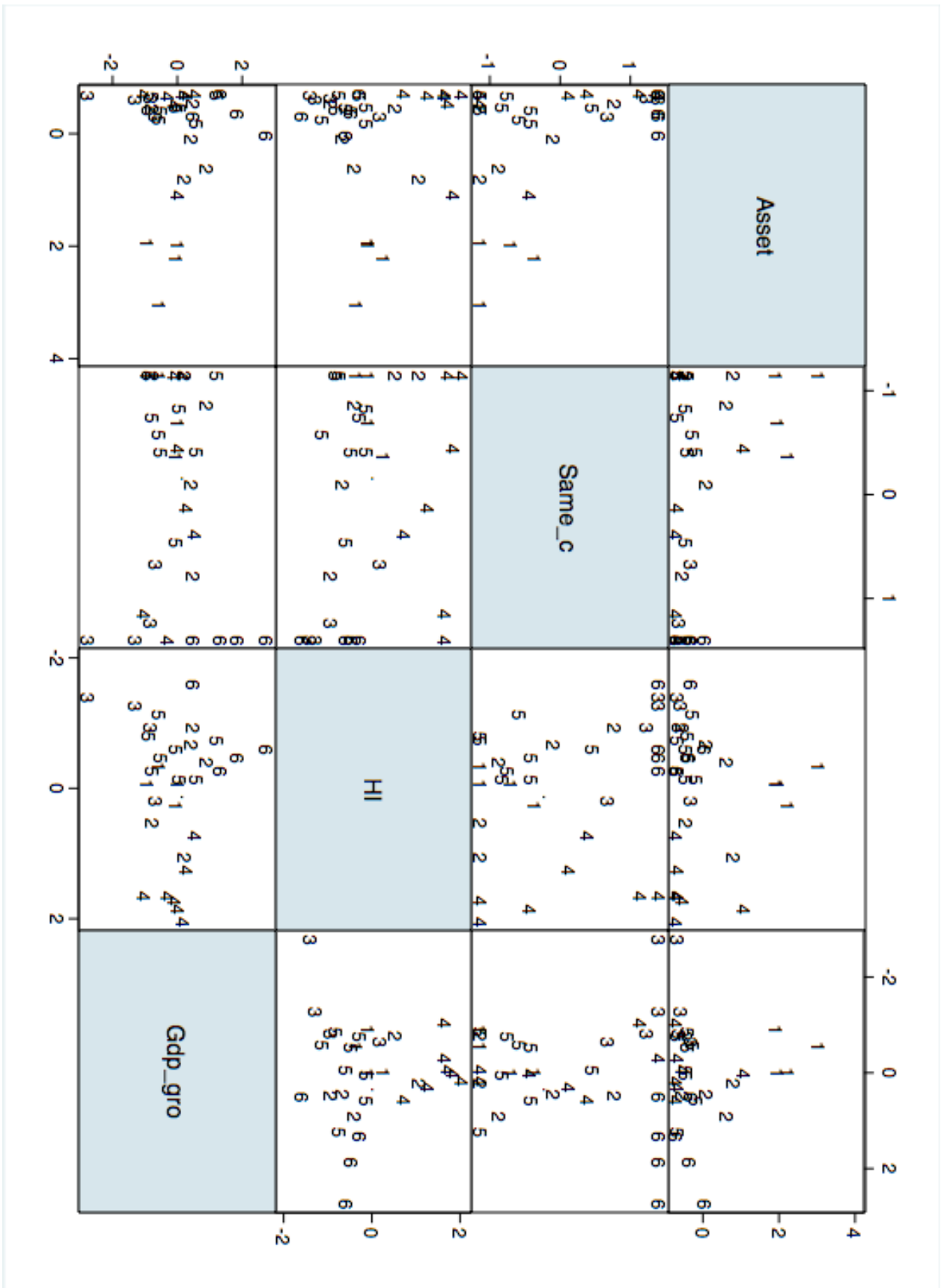
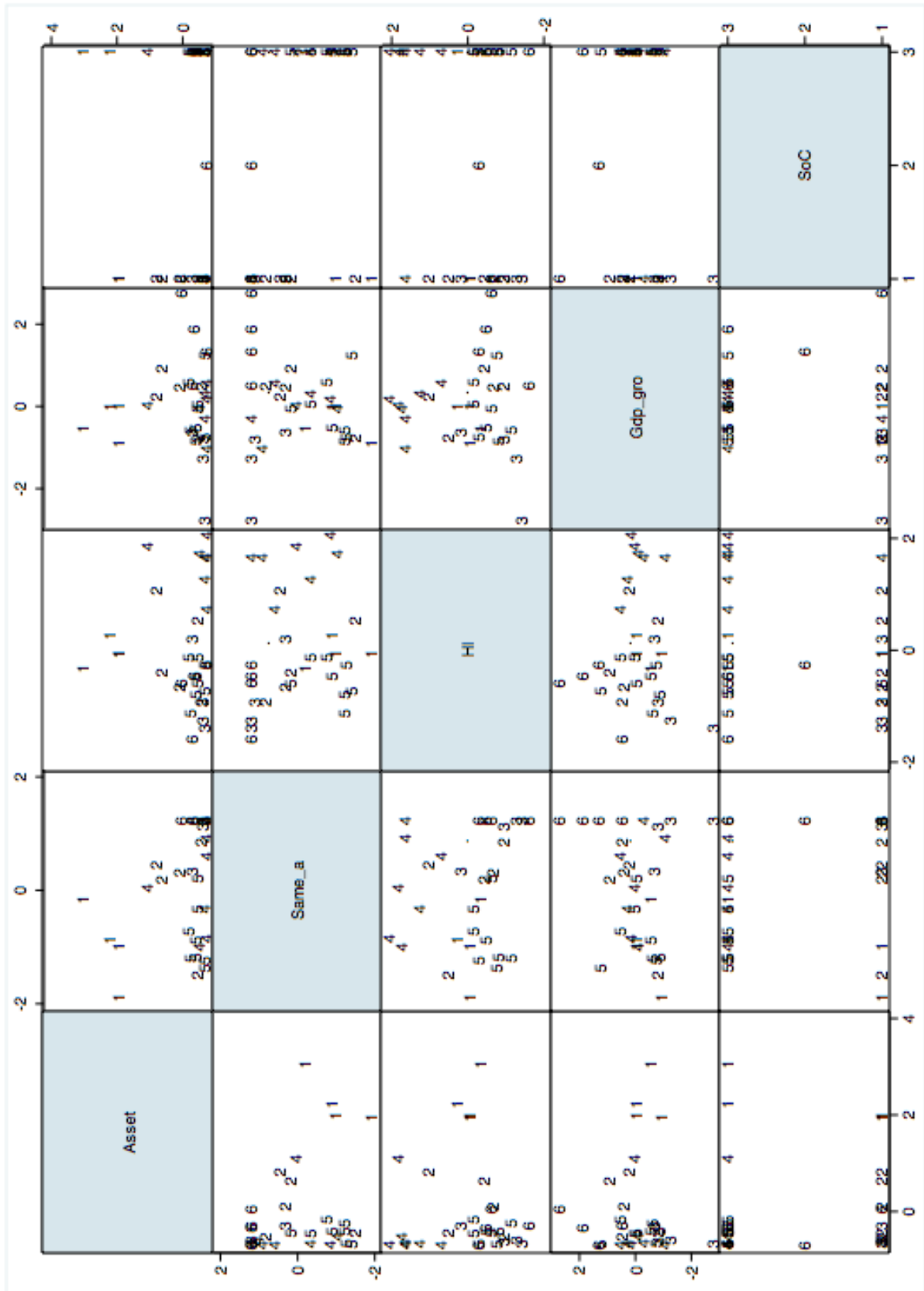


Figura 4.5: Matrice corrispondenze 1

Figura 4.6: Matrice corrispondenze 2



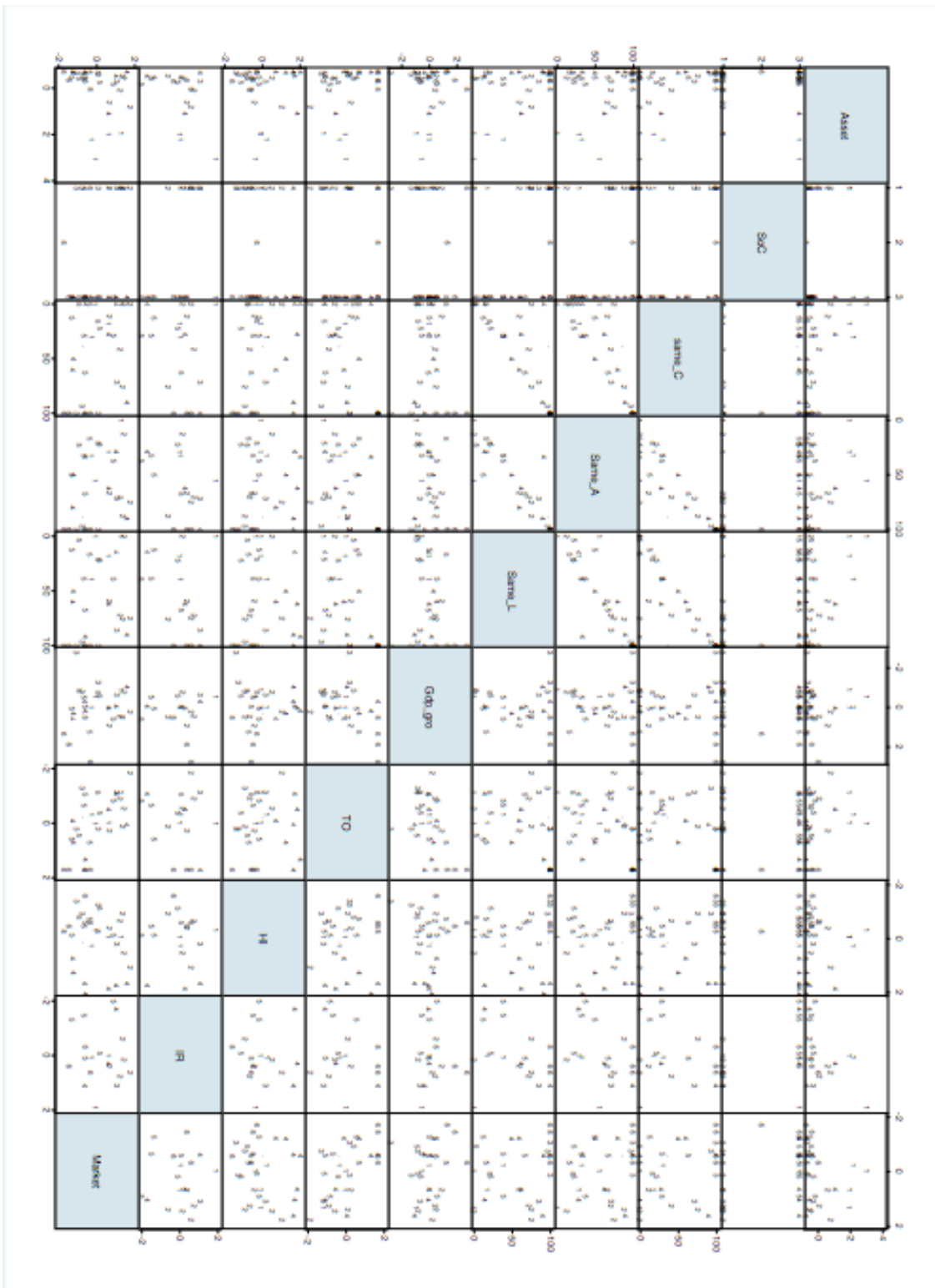


Figura 4.7: Matrice corrispondenze 3

5 Le caratteristiche di investimento dei Fondi Sovrani: un'analisi multilivello

5.1 Introduzione

Seguendo quanto già tratto in letteratura da Lecourt, Candelon e Kerkoury (2012), da Megginson, You e Han (2013) e, recentemente, da Ciarlone e Miceli (2014), un ulteriore passo avanti nell'indagine empirica dei Swf è stato effettuato con lo scopo di delineare quelle *"country characteristics"* che vanno a influenzare, in entrambe le direzioni, le scelte di investimento dei fondi stessi.

Per tale finalità si è provveduto a realizzare un dataset specifico riguardante le attività di acquisizione da parte dei Swf nel quale sono state integrate le informazioni di carattere generale delle transazioni (es. anno del deal, paese target, settore di appartenenza, ecc.) con quelle di natura prettamente operativa (ammontare del deal, stake acquisito, ecc.).

All'interno di questo campione, per il periodo compreso tra il 2003 e il 2013, vengono censite più di 500 operazioni di M&A portate a termine da oltre 20 fondi sovrani.

Per quanto riguarda la metodologia di analisi, sono state testate una serie di ipotesi che in sostanza possono essere distinte in due specifici approcci: uno di tipo "statico" e l'altro di tipo "dinamico".

La differenza tra i due risiede nel fatto che mentre nel primo è stato possibile indagare le scelte di investimento effettuando una fotografia sull'arco temporale di interesse, nel secondo si è cercato di capire la dipendenza seriale che alimenta le attività dei Swf, partendo dall'ipotesi che la decisione dell'acquisizione possa essere influenzata sia dalla dinamica passata di determinate variabili sia dalle scelte

di investimento effettuate in precedenza (Lecourt et al., 2012).

La letteratura su questo argomento appare particolarmente ampia per quanto riguarda le caratteristiche microeconomiche delle imprese target (Kotter e Lel, 2008; Del Guercio e Hawkins, 1999; Klein e Zur, 2009; Fernandes, 2009; Boubakri et al., 2011) mentre solamente una piccola parte dei lavori tende a concentrarsi sugli aspetti macroeconomici e settoriali che alimentano le decisioni strategiche dell'acquisizione.

Da questo punto di vista, Chhaochharia e Laeven (2009) esplicitano come i fondi tendono a diversificare gli investimenti in quei settori economici nei quali non si rileva una forte specializzazione nazionale, preferendo paesi con una cultura simile probabilmente per la facilità di reperire informazioni a livello sia istituzionale sia normativo; quest'ultima evidenza emerge anche nel lavoro di Balding (2008) ed appare di maggiore rilevanza per quei Swf caratterizzati da un'elevata influenza politica nella gestione del fondo stesso.

Ulteriori informazioni derivano anche da Li e Vashchilko (2010) che affermano come la presenza di rischi politici tenderebbe a incidere negativamente sulla numerosità di tali operazioni mentre Knill et al. (2012) osservano che i fondi sovrani incrementano le loro operazioni di acquisizione nel momento in cui le relazioni bilaterali con il paese target tendono a deteriorarsi.

Se Lecourt et al. (2012) suddividono le determinanti degli investimenti distinguendo tra paesi avanzati (es. stabilità del tasso di cambio e alla ricchezza nazionale) e paesi in via di sviluppo (fattori di natura istituzionale, per esempio il livello di democrazia e la stabilità governativa), Chhaochharia e Laeven individuano tali elementi di scelta nel market turnover, nella crescita economica e nel livello dei prezzi al consumo; infine, Kotter e Lel (2011) evidenziano l'influenza positiva svolta dalla sicurezza normativa e sulla capitalizzazione azionaria del mercato target.

Riprendendo quanto trattato in letteratura, il lavoro è stato sviluppato al fine di isolare quelle caratteristiche rilevanti nell'allocazione geografica degli investimenti da parte dei Swf. Inoltre, grazie alla disponibilità di informazioni sulla data dell'acquisizione e sulla matrice settore/paese, seguendo Ciarlone e Miceli (2014), si è voluto testare l'impatto della crisi sulle scelte di investimento con la finalità di capire se il comportamento di questi attori sia, o meno, di natura anticiclica.

5.2 Analisi preliminari sui dati

Lo studio dei processi di acquisizione e' stato effettuato a seguito della creazione di uno specifico del dataset, facendo esclusivamente riferimento alle operazioni raccolte, dalla Bureau Van Dijk, all'interno di Orbis e di Zephyr¹.

Tabella 5.1: Distribuzione degli investimenti dei Swf

Swf	Freq.	Percent	Cum.
Temasek Holdings Pte	121	22.87	22.87
Government Singapore Inv. Corp.	91	17.20	40.08
Qatar Investment Authority	85	16.07	56.14
Mubadala Development Company	29	5.48	61.63
China Investment Corporation	27	5.10	66.73
Khazanah Nasional Bhd	27	5.10	71.83
IPIC	25	4.73	76.56
Abu Dhabi Investment Authority	24	4.54	81.10
Dubai International Capital LLC	16	3.02	84.12
Government Pension Fund	12	2.27	86.39
Samuryq-Qazyna	12	2.27	88.66
Libyan Investment Authority	11	2.08	90.74
Oman Investment Fund	10	1.89	92.63
Kuwait Investment Authority	7	1.32	93.95
Fondo Strategico Italiano SpA	6	1.13	95.09
Altri	26	4.94	100.00
Totale	529	100.00	

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk

Queste banche dati hanno permesso di integrare le informazioni di carattere generale delle transazione (es. anno del deal, paese target, settore di appartenenza, ecc.) con quelle di natura prettamente operativa (ammontare del deal, stake acquisito, ecc.).

Dopo aver eliminato quelle osservazioni prive di tutte le informazioni necessarie,

¹Contengono i dati sulle aziende quotate e non quotate di tutto il mondo, hanno permesso di effettuare una vasta analisi sulla struttura delle imprese internazionali e, nello specifico, sui processi di internazionalizzazione passiva che li riguarda, evidenziando il soggetto "finale" che effettivamente detiene una partecipazione nell'impresa target. Nello specifico queste due fonti raccolgono, su scala globale, una pluralita' di informazioni aziendali relative a oltre 100 milioni di aziende lungo un orizzonte temporale, in media, di 10 anni che puo' estendersi anche a 30 anni a seconda del paese censito (i paesi dell'europa occidentale hanno le serie storiche piu' lunghe), della dimensione aziendale (per quelle piu' grandi si possiede una maggiore disponibilita') e della tipologia di variabile (i dati di bilancio appaiono piu' completi mentre le informazioni sulle M&A coprono un orizzonte temporale piu' raccolto).

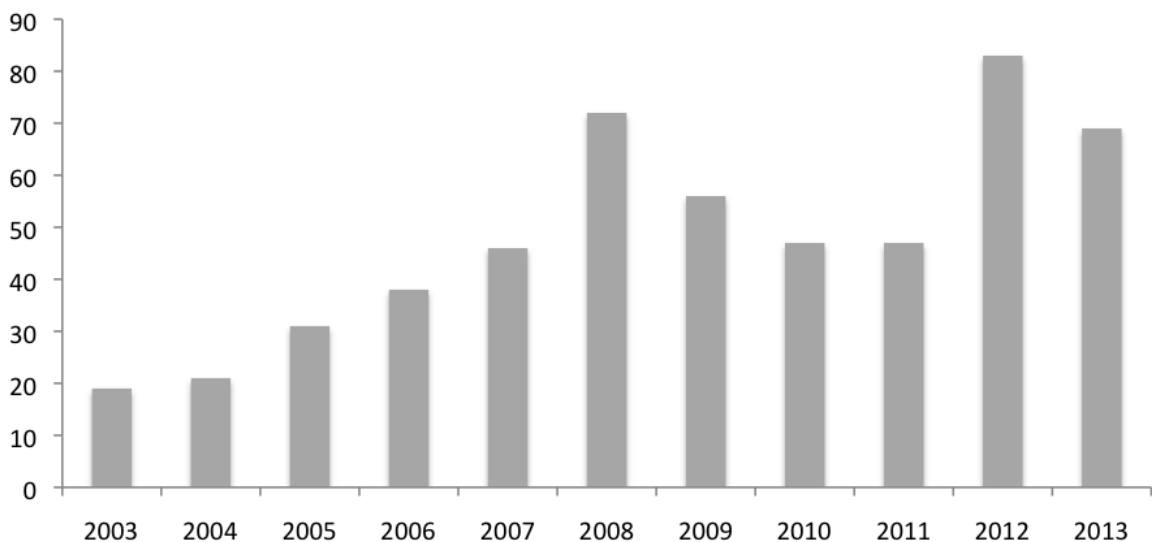
si è giunti alla realizzazione di un campione di 529 operazioni di M&A, portate avanti da oltre 20 Swf, racchiuse in un arco temporale compreso tra il 2003 e il 2013.

A differenza di quanto presentato nei lavori di Lecourt, Candelon e Kerkoury (2012), Megginson, You e Han (2013) e Ciarlone e Miceli (2014), si sono presi in considerazione solamente quegli investimenti effettuati direttamente dai Swf, escludendo quindi quelli operati dalle loro sussidiarie. Invece, come per gli autori precedentemente indicati, sono state eliminate dal campione quelle operazioni classificate come rumors, vendite e/o joint venture.

La tabella 5.1 offre alcune indicazioni circa i fondi censiti andando a evidenziare la presenza di una forte concentrazione delle attività di investimento. I primi dieci Swf vanno a rappresentare oltre l'85 per cento delle transazioni presenti nel campione; nello specifico, i due fondi di Singapore, il Temasek e il Government of Singapore Investment Corporation (rispettivamente 121 e 91 osservazioni), risultano quelli più attivi seguiti dalla Qatar Investment Authority e dal Mubadala (85 e 29), questi ultimi collocati nell'area medio orientale.

Per quanto riguarda l'evoluzione storica, coerentemente con quanto evidenziato in letteratura, il campione a disposizione mostra come gran parte degli investimenti si sono sviluppati a partire dal 2003.

Figura 5.1: Distribuzione degli investimenti (2003-2013)



Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk

Si e' trattato di un'evoluzione costante che ha raggiunto un primo picco nel 2008 al quale, dopo la fase di rallentamento osservata tra il 2009 e il 2011, e' seguito un nuovo rimbalzo delle attivita' di M&A nel 2012 e una stabilizzazione dei valori l'anno successivo (figura 5.1).

In termini di localizzazione geografica (tabella 5.2), l'Unione europea e l'Asia orientale si confermano le principali aree di destinazione (rispettivamente 29,9 e 27,4 per cento) alle quali si aggiungono anche l'America settentrionale e l'Asia centrale (per un totale cumulato prossimo a oltre tre quarti degli investimenti censiti).

Tabella 5.2: Investimenti per area geografica e attivita' economica

Distribuzione geografica			
Macro Area	Freq.	Percent	Cum.
Unione Europea (Ue)	158	29,9	29,9
Asia Orientale	145	27,4	57,3
America settentrionale	56	10,6	67,9
Asia Centrale	54	10,2	78,1
Medio Oriente	42	7,9	86,0
America centro-meridionale	32	6,1	92,1
Oceania	23	4,4	96,4
Paesi europei non Ue	11	2,1	98,5
Africa Sub-sahariana	4	0,8	99,2
Africa settentrionale	4	0,8	100,0
Totale	529	100	
Distribuzione settoriale*			
Macro Nace	Freq.	Percent	Cum.
Attivita' finanziarie e assicurative	142	26,9	26,9
Attivita' manifatturiere	93	17,7	44,6
Attivita' estrattive	63	12,0	56,6
Servizi di informatica e comunicazione	44	8,4	64,9
Trasporto e magazzinaggio	41	7,8	72,7
Costruzioni	32	6,1	78,8
Attivita' professionali, scientifiche, ecc.	27	5,1	83,9
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, ecc.	22	4,2	88,1
Fornitura di energia elettrica, gas, ecc.	19	3,6	91,7
Servizi di alloggio e ristorazione	16	3,0	94,7
Totale	529	100	

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk

*Graduatoria primi dieci Nace di destinazione

A livello settoriale, facendo riferimento alle prime dieci attività economiche (distinte secondo la "Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea", c.d. NACE) per investimenti ricevuti, si conferma come il *comparto finanziario e assicurativo* canalizza la prevalenza degli investimenti dei Swf, con un valore pari a circa il 27 per cento del campione osservato, seguiti dalle *attività manifatturiere* e dalle *attività estrattive*, rispettivamente il 17,7 e il 12,0 per cento. La possibilità di avere a disposizione non solo la numerosità degli investimenti ma anche la loro partizione settoriale/geografica ha condotto anche all'analisi della selezione dell'investimento tra tipologia di fondi, *commodity vs. non commodity*. Per tale scopo si è fatto ricorso a un indice di specializzazione particolarmente utilizzato per i flussi di commercio estero ma il cui impianto strutturale può essere facilmente adattato anche agli investimenti dei Swf.

Facciamo riferimento al c.d. indice di Balassa (BI), espresso dall'equazione (5.1), ovvero il rapporto fra il peso degli investimenti effettuati da una tipologia di fondo (*commodity o non commodity*) in un'area (settore) sul totale degli investimenti effettuati a livello complessivo.

$$BI_{i,j} = \frac{\frac{x_j^i}{\sum_i x_j^i}}{\frac{\sum_i x_j^i}{\sum_i \sum_j x_j^i}} \quad (5.1)$$

In altre parole, al numeratore compare la quota degli investimenti da parte di una tipologia di Swf effettuati in un'area (settore) mentre al denominatore si considera la quota complessiva degli investimenti indirizzati in quell'area (settore) sul totale delle osservazioni; tanto più il valore supera l'unità, tanto maggiore risulta la "concentrazione" dell'investimento rispetto alla media complessiva.

Tale indice può essere utilizzato al fine di comprendere se, suddividendo i Swf sulla base della loro fonte di finanziamento, è possibile individuare alcuni comportamenti differenti in termini di selezione area/attività economica.

Per quanto riguarda la segmentazione geografica (tabella 5.3), emerge come *commodity e non commodity* presentano un'identica allocazione per quanto riguarda sia l'America settentrionale sia i Paesi europei non Ue.

Prendendo in considerazione i fondi alimentati dai proventi petroliferi, si rinvengono un elevato valore dell'indice per i paesi dell'Africa settentrionale, per il Me-

dio Oriente e per l'Unione Europea mentre i non commodity sembrerebbero maggiormente orientati al continente asiatico, all'America centro-meridionale e alle regioni dell'Africa sub-sahariana.

Tabella 5.3: Distribuzione territoriale degli investimenti per tipologia di fondo

	Incidenza percentuale			Indice di Balassa	
	Commo.	Non-Comm.	Tot.	Commo.	Non-Comm.
Africa Sub-sahariana	0,4	1,1	0,8	0,5	1,4
Africa settentrionale	1,6	0,0	0,8	2,1	0,0
America centro-meridionale	2,5	9,2	6,1	0,4	1,5
America settentrionale	10,6	10,6	10,6	1,0	1,0
Asia Centrale	8,6	11,6	10,2	0,8	1,1
Asia Orientale	6,9	45,1	27,4	0,3	1,6
Medio Oriente	15,9	1,1	7,9	2,0	0,1
Oceania	3,3	5,3	4,4	0,8	1,2
Paesi europei non Ue	2,0	2,1	2,1	1,0	1,0
Unione Europea (Ue)	48,2	14,1	29,9	1,6	0,5
Totale	100,0	100,0	100,0		

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk

Spostando l'attenzione alle attività economiche di maggiore rilievo (cfr. tabella 5.2) e' possibile osservare come, accanto a un perfetto bilanciamento nei servizi finanziari e assicurativi, si riscontra una suddivisione del portafoglio abbastanza omogenea tra le due tipologie di fondo, con valori dell'indice che si scostano dall'unità in modo ridotto. Tra i valori piu' interessanti, risulta importante sottolineare come i *commodity* presentano una particolare attenzione alle attività estrattive mentre quelli *non commodity* all'ITC e alle costruzioni (tabella 5.4).

Considerando anche i settori "residuali" emerge in modo evidente il valore dell'indice relativamente al Real estate per i fondi *commodity*, andando quindi a confermare come tale famiglia di strumenti sia abbastanza attenta agli investimenti di tipo immobiliare, visti anche come fonte di diversificazione del portafoglio verso attività remunerative e con un'esposizione al rischio contenuta.

Tabella 5.4: Distribuzione settoriale degli investimenti per tipologia di fondo

	Incidenza percentuale			Indice di Balassa	
	Commo.	Non-Comm.	Tot.	Commo.	Non-Comm.
Attività estrattive	15,5	8,9	12,0	1,3	0,7
Trasporto e magazzinaggio	5,7	9,6	7,8	0,7	1,2
Alloggio e ristorazione	5,3	1,1	3,0	1,7	0,3
Attività amministrative	0,4	1,1	0,8	0,5	1,4
Agricoltura, silvicoltura, ecc.	0,0	1,4	0,8	0,0	1,9
Intrattenimento	0,4	0,7	0,6	0,7	1,2
Costruzioni	5,7	6,4	6,1	0,9	1,1
Energia elettrica, gas	4,1	3,2	3,6	1,1	0,9
Servizi finanziari	27,4	26,6	26,9	1,0	1,0
Sanità e servizi alle famiglie	0,8	2,1	1,5	0,5	1,4
Informatica e comunicazione	5,7	10,6	8,4	0,7	1,3
Attività manifatturiere	16,3	18,8	17,7	0,9	1,1
Altre attività professionali	6,5	3,9	5,1	1,3	0,8
Real estate	1,6	0,0	0,8	2,1	0,0
Fornitura di acqua, ecc.	1,2	0,7	1,0	1,3	0,7
Commercio	3,3	5,0	4,2	0,8	1,2
Totale	100,0	100,0	100,0		

Fonte: elaborazione su dati Bureau Van Dijk

5.3 Metodologia di analisi

L'approccio di ricerca nasce con lo scopo di individuare alcuni elementi, non solo di natura macroeconomica, che potrebbero accelerare o inibire l'attività di investimento dei fondi sovrani all'interno di un determinato paese.

Riprendendo le informazioni raccolte dalla letteratura considerata (Lecourt et al., 2012; Megginson et al., 2013; Chiarlone e Miceli, 2014), sono stati incrociati i dati sulle aziende target con le informazioni del paese ricevente (tabella 5.5) andando a delineare un giusto mix di fattori volti a cogliere quegli aspetti (es. sviluppo economico, apertura internazionale, struttura del mercato finanziario) funzionali alle analisi sui processi di selezione.

Queste informazioni sono state raccolte per tutte le economie mondiali anche se l'analisi econometrica si è andata a focalizzare esclusivamente sui Paesi che sono stati oggetto nel corso degli anni delle operazioni di acquisizione.

Come evidenziato da Chiarlone e Miceli (2014), la scelta di questa selezione da un

lato ha generato un panel di natura *unbalanced* ma dall'altro permette di condurre stime piu' robuste e ragionevoli relativamente all'ammontare dell'investimento e alla numerosita' di tali operazioni.

La natura del dataset e gli obiettivi di ricerca hanno permesso di approcciare il fenomeno lungo due differenti direzioni, da un lato un'analisi di tipo statico, ovvero focalizzando l'attenzione sull'intero campione osservato in modo *cross-section*, nel periodo 2003-2013, l'altra di tipo dinamico con lo scopo di seguire l'evoluzione dei regressori nei singoli anni considerati.

5.3.1 L'utilizzo di uno stimatore Tobit

L'analisi di un set di dati dove sono presenti delle variabili non completamente "osservate" o trattate come un sotto campione non rappresentativo dell'intera popolazione necessita di un approccio econometrico differente rispetto a un tradizionale OLS, che andrebbe a fornire una stima non rappresentativa dei coefficienti. Se indichiamo con y il valore della variabile dipendente possiamo assumere che y^* rappresenti lo stesso valore osservato per una porzione ristretta del campione e che τ sia il limite stabilito per il "troncamento" dei dati; ne deriva che durante le vari indagini empiriche vi sia una perdita di informazione trattate nel momento in cui $y^* < \tau$.

Uno dei metodi maggiormente utilizzati per risolvere questo problema, applicando una stima dei parametri con la massima verosimiglianza, e' quello di procedere attraverso un modello Tobit che, secondo quanto riportato da Wooldridge (2002), assume la seguente la specificazione

$$y^* = X_i\beta + \epsilon_i \tag{5.2}$$

dove $\epsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$ e y^* rappresenta la variabile latente che e' osservata per valori maggiori rispetto a τ mentre quelli inferiori a tale valore vengono "troncati", ovvero non considerati.

La y quindi puo' essere generalmente definita nel seguente modo

$$y_i = \begin{cases} y^* & \text{se } y^* > \tau \\ 0 & \text{se } y^* \leq \tau \end{cases}$$

che nel modello Tobit "tradizionale" stabilendo quindi il limite inferiore a 0, quindi con l'assunzione $\tau = 0$, puo' essere cosi' riscritta

$$y_i = \begin{cases} y^* & \text{se } y^* > 0 \\ 0 & \text{se } y^* \leq 0 \end{cases}$$

Per quanto riguarda la funzione di massima verosimiglianza da addotare si fa riferimento alla "censored normal distribution"

$$L = \prod_i^N \left[\frac{1}{\sigma} \phi \left(\frac{y_i - \mu}{\sigma} \right) \right]^{d_i} \left[1 - \Phi \left(\frac{\mu - \tau}{\sigma} \right) \right] \quad (5.3)$$

considerando che, nei modelli Tobit tradizionali, il punto di censura τ e' fissato uguale a 0 e parametrizzando μ come $X_i\beta$ la (5.3) puo' essere cosi' riscritta

$$L = \prod_i^N \left[\frac{1}{\sigma} \phi \left(\frac{y_i - X_i\beta}{\sigma} \right) \right]^{d_i} \left[1 - \Phi \left(\frac{X_i\beta}{\sigma} \right) \right] \quad (5.4)$$

che in termini logaritmici presenta la seguente specificazione

$$\ln L = \sum_i^N \left\{ d_i \left[-\ln \sigma + \ln \phi \left(\frac{y_i - X_i\beta}{\sigma} \right) \right] + (1 - d_i) \ln \left[1 - \Phi \left(\frac{X_i\beta}{\sigma} \right) \right] \right\} \quad (5.5)$$

la (5.5) sostanzialmente e' suddivisa in due parti, la prima corrisponde alla struttura classica della regressione applicata a osservazioni "uncensored" mentre la seconda parte indica la probabilita' che un'osservazione venga "tagliata".

Tabella 5.5: Descrizione delle variabili utilizzate nel modello statico

Variabile	Descrizione	Fonte
Indipendente		
Inv.ratio	Ammontare degli investimenti effettuati da un Swf nel paese target	Bureau Van Dijk
Dipendente		
_target	Incidenza degli investimenti nel paese target sul totale(%)	Bureau Van Dijk
gdp_gro	Tasso di crescita della ricchezza nazionale (%)	World Development Indicators
gdp_gro_pc	Tasso di crescita della ricchezza nazionale pro-capite	World Development Indicators
log_open	Logaritmo naturale dell'indice di apertura internazionale	World Development Indicators
SP_index	S&P Global Equity Indices, misura l'evoluzione annuale nei mercati azionari (%)	World Development Indicators
market_cap	Valore di mercato delle imprese quotate (% Pil)	World Development Indicators
stock_trade	Valore degli scambi azionari (% Pil)	World Development Indicators
fdi_in	Valore degli Ide in entrata rispetto al Pil (%)	World Development Indicators
Oecd	Variabile binaria con valore pari a 1 se il paese target appartiene al raggruppamento Oecd	Oecd
Soc	Variabile binaria con valore pari a 0 se il Swf e' di tipo non commodity e 1 se e' di tipo commodity	Swf Institute
Same_Area	Variabile binaria con valore pari a 1 se l'investimento e' indirizzato nella stessa area geografica	Bureau Van Dijk
Same_Lang	Variabile binaria con valore pari a 1 se il paese target e Swf hanno una lingua ufficiale "comune"	Bureau Van Dijk & Cepr
MSCI	Indice di rischio che differenzia i "mercati sviluppati (1) da quelli "emergenti" (2) e di "frontiera"	MSCI
Cluster	Indica l'appartenenza a uno dei sei cluster identificati	elaborazioni proprie

5.3.2 Ipotesi "statica": approccio metodologico

Per quanto riguarda l'approccio "statico" al fenomeno considerato, seguendo quanto già presentato da Lecourt et all. (2012) e da Megginson et all. (2013), e' stata presa in considerazione come variabile dipendente, z_i , l'ammontare degli investimenti effettuati da un Swf all'interno di un determinato paese i ; la stessa z_i , essendo di natura numerica, e' stata successivamente trasformata in una variabile continua nel modo seguente: $y_i = \log(1 + z_i)$.

Siccome y_i e' troncata a sinistra, in quanto l'investimento non puo' essere negativo, l'utilizzo di uno stimatore Tobit appare appropriato.

La struttura econometrica del modello considerato assume la seguente specificazione:

$$\text{Inv.ratio} = \alpha + x_i\beta + \gamma_i\beta + \varepsilon_i \quad (5.6)$$

dove, *Inv.ratio* rappresenta il numero degli investimenti operati dai Swf, tra il 2003 e il 2013, diretti nei paesi target.

Le variabili esplicative sono state invece suddivise in due categorie: quelle esogene, rappresentate dal vettore x_i , racchiudono alcune caratteristiche economiche del sistema recipiente definite come *country.characteristics* mentre nel vettore γ_i sono stati raggruppati alcuni elementi strutturali e operativi dei fondi sovrani investitori *swf.characteristics* (cfr. tabella 5.5).

Sulla base di tali indicazioni la formula (5.6) puo' essere riscritta nel seguente modo:

$$\text{Inv.ratio} = \alpha + \text{country.characteristics}_i\beta + \text{Swf.characteristics}_i\beta + \varepsilon_i \quad (5.7)$$

All'interno delle variabili *country.characteristics* e' possibile collocare l'incidenza degli investimenti complessivi nel paese target (target), utilizzata al fine di identificare la continuita' delle operazioni dei Swf nel medesimo sistema economico, il tasso di crescita dell'economia domestica (gdp_gro), il benessere della popolazione residente (gdp_pc_gro) e il livello di apertura internazionale (log_open), misurato come il logaritmo del rapporto tra i flussi commerciali e il prodotto interno lordo.

Accanto a questi elementi, lo stesso vettore contiene informazioni relative anche agli aspetti finanziari dell'economia domestica quali l'indice di variazione S&P (SP_index), la capitalizzazione del mercato (market_cap) e lo stock market turnover (stock_trade).

Mentre con il raggruppamento delle variabili *Swf.characteristics* si e' cercato di isolare gli elementi peculiari del fondo stesso. A livello strutturale, ad esempio si e' fatto riferimento alle fonti di finanziamento del fondo (Soc), distinguendoli tra *commodity* e *non-commodity* e all'appartenenza ad uno dei cluster (Cluster) identificati nel capitolo precedente. Per quanto riguarda invece le strategie di investimento e' stata considerata la concentrazione geografica delle attivita' (Same Area) e il livello di *stabilita'*, economico e istituzionale, del mercato target (Oecd e MSCI Index).

Partendo da questa segmentazione delle variabili osservate, in termini di risultati attesi si presuppone che una migliore performance economica del paese ricevente venga considerata dai Swf come un elemento discriminante nella scelta della localizzazione dell'investimento cosi' come la capacita' del paese target di mantenersi attrattivo per gli investimenti: in quest'ultimo caso ci si attende che i Swf saranno piu' propensi a investire laddove nel tempo si sono registrate delle operazioni portate avanti da altri investitori "sovrani".

Un ulteriore elemento positivo in termini di selezione puo' essere associato al mercato azionario. Tanto piu' sviluppato sara' quest'ultimo tanto maggiore sara' la liquidita' presente e tanto minori saranno i costi di acquisizione andando quindi a stimolare un numero piu' elevato di attivita' di investimento.

Andando nel dettaglio geografico delle scelte di localizzazione, anche la rischiosita' del paese target puo' risultare fondamentale, in quanto i Swf vengono considerati come investitori "razionali".

Di conseguenza ci si attende che tali strumenti tenderebbero a ridurre al minimo le loro attivita' in quelle aree/paesi caratterizzati da un'elevata instabilita' istituzionale e economica a vantaggio di quei sistemi nei quali questi elementi di rischio siano ridotti al minimo.

5.3.2.1 Determinanti dell'investimento: considerazioni sulle caratteristiche del sistema ricevente

Nella tabella 5.6 presentiamo le stime relative al modello descritto nell'equazione 5.7, attraverso il quale vengono trattate inizialmente le caratteristiche economiche del paese ricevente (*country.characteristics*).

Le colonne 1-5 mostrano come sia l'incidenza percentuale degli investimenti all'interno del paese considerato sia la crescita economica del paese "obiettivo" presentano un coefficiente positivo e stabilmente significativo.

Il primo risultato indica come l'attività dei Swf all'interno di un paese è tanto più ampia quanto maggiore è la presenza degli investimenti già effettuati in quel sistema economico da altri fondi sovrani.

Per quanto riguarda la seconda variabile osservata, l'andamento positivo del prodotto interno lordo può essere identificato come un elemento discriminante nelle scelte dei Swf (come già osservato nei lavori di Lecourt et al., 2012 e Ciarlone e Miceli, 2014) mentre per quanto riguarda la crescita ricchezza pro-capite si osserva una relazione inversa, anche se la significatività della variabile risulta accettabile solamente nelle colonne 4 e 5².

Accanto agli aspetti di natura economica sono state prese in considerazione anche una serie di variabili volte a descrivere alcuni aspetti della "solidità" finanziaria del paese ricevente.

Interessanti i risultati relativi alla variabile *SP_index*, che cattura le oscillazioni del mercato azionario considerato. In linea con le attese il segno è negativo, e statisticamente significativo, in tutte le ipotesi trattate, a dimostrazione di come gli investimenti subiscono un'azione repulsiva di fronte all'eccessiva volatilità dei mercati.

Tale risultato, che appare coerente con quanto già individuato da Lecourt et al. (2012), indica sia che i fondi di investimento tenderebbero a focalizzarsi nei mercati per i quali si riscontra una minore incertezza dell'ambiente finanziario sia di come tali strumenti possano essere considerati come *risk adverse investors*.

Nelle varie ipotesi testate, a conferma di quanto espresso da Megginson et al. (2013), l'apertura internazionale del sistema ricevente (*log_open*) non mostra risultati significativi mentre in linea con le aspettative, e coerentemente con Ciarlo-

²Ovvero nel momento in cui nel modello trattato viene introdotta una dummy volta a catturare rispettivamente la tipologia di finanziamento del Swf e la selezione geografica degli investimenti effettuati.

ne e Miceli (2014), le colonne 3,4 e 5 mostrano come sull'*inv.ratio* incide positivamente l'ampiezza degli scambi azionari effettuati (*stock_trade*).

Tabella 5.6: Modello statico solo per le variabili *country characteristics*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	b/se	b/se	b/se	b/se	b/se
_target	0,286** (0,09)	0,269** (0,09)	0,294** (0,09)	0,266** (0,10)	0,286** (0,09)
gdp_gro	0,136*** (0,04)	0,175*** (0,05)	0,192*** (0,04)	0,213*** (0,05)	0,222*** (0,04)
gdp_pc_gro	-0,045 (0,03)	-0,073 (0,06)	-0,089 (0,05)	-0,117* (0,05)	-0,129** (0,04)
SP_index	-0,034*** (0,01)	-0,037*** (0,01)	-0,031*** (0,01)	-0,037*** (0,01)	-0,037*** (0,01)
log_open		-0,166 (0,12)	-0,168 (0,12)	-0,185 (0,11)	-0,112 (0,13)
stock_trade			0,002* (0,00)	0,002* (0,00)	0,001 (0,00)
Swf_NC				0,346** (0,12)	
MSCI_emerg					0,118 (0,25)
MSCI_front					-0,523* (0,23)
_cons	0,604*** (0,13)	0,543*** (0,13)	0,322* (0,16)	0,217 (0,17)	0,410* (0,17)
sigma_cons	0,790*** (0,05)	0,788*** (0,05)	0,779*** (0,05)	0,761*** (0,05)	0,771*** (0,05)
N	158,000	152,000	152,000	152,000	148,000
ll	-186,974	-179,436	-177,637	-174,123	-171,489
ll_0	-198,308	-191,575	-191,575	-191,575	-187,536
F	10,155	9,790	8,326	7,651	11,838
aic	385,947	372,871	371,273	366,245	362,977
bic	404,323	394,039	395,465	393,460	392,950
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Legenda: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Nelle ultime due colonne, inoltre, partendo dal modello di base sono state introdotte alcune dummy volte a catturare alcuni elementi caratterizzanti che possono ulteriormente migliorare la comprensione del fenomeno osservato.

Nella colonna 4 e' stata introdotta una variabile binaria per isolare la fonte di

finanziamento del fondo che effettua l'investimento. I risultati mostrano come l'appartenenza al gruppo dei non commodity incide positivamente sulla variabile dipendente mantenendo un p-value significativo, così come mantengono la loro stabilità, in termini statistici e di segno, le variabili trattate nel modello di partenza; inoltre, come accennato in precedenza, si osserva un p-value inferiore dello 0,05 per la variabile *gdp_pc_gro*.

Infine, per verificare se le scelte di investimento dei Swf siano anche influenzate dai livelli di rischiosità dell'economia target, è stata introdotta una variabile, MSCI Index, che classifica i sistemi mondiali sulla base dell'affidabilità. I risultati espressi nella colonna 5 evidenziano come, rispetto alle economie avanzate, le attività dei Swf sembrerebbero subire un'azione repulsiva dai c.d. "mercati di frontiera" caratterizzati da una forte instabilità economica e istituzionale confermando quanto espresso da Li e Vashchilko (2010) sulla relazione negativa tra investimenti ed elevato rischio paese.

5.3.2.2 Determinanti dell'investimento: l'influenza delle caratteristiche dei fondi sovrani nei processi di selezione

Dopo aver analizzato le caratteristiche economiche e istituzionali dei paesi riceventi, e come queste impattano sulla numerosità degli investimenti attratti, il secondo passaggio di analisi, facendo sempre riferimento all'ipotesi statica, è stato quello di andare a testare i risultati precedentemente ottenuti introducendo un set di variabili volte a catturare alcune specificità degli stessi investitori (quali ad esempio l'appartenenza a uno dei cluster descritti nel capitolo 4³ o la rilevanza di alcune caratteristiche strutturali quali la fonte di finanziamento) al fine di evidenziare ulteriori elementi che possono spiegare il processo di selezione delle loro attività.

³La cluster analysis sviluppata nel capitolo precedente ha permesso sulla base di alcune caratteristiche, strutturali e strategiche, dei Swf di individuare 6 partizioni: la *dimensione dei fondi* (espressa in termini di asset detenuti) ha permesso di isolare i "Swf di grandi dimensioni con scelte di investimento diversificate" (cluster 1) dai "Piccoli Swf, non commodity, prevalentemente focalizzati nel paese di origine" (cluster 3). Il fattore *localizzazione* ha evidenziato la presenza di fondi focalizzati esclusivamente nelle economie domestiche, i "Swf focalizzati esclusivamente nel paese di origine" (cluster 6), mentre introducendo anche il fattore *fonte di finanziamento* si è giunti alla separazione tra quelli alimentati dalle risorse energetiche/minerarie, "Swf di natura commodity con scelte di localizzazione diversificate" (cluster 5) e "Swf, con elevata concentrazione settoriale, focalizzati nelle aree di prossimità" (cluster 4), da quelli non finanziati dai proventi petroliferi, i "Swf, di natura non commodity, focalizzati nelle aree di prossimità" (cluster 2).

Quindi, partendo dal modello di base precedentemente osservato si è proceduto a implementare le analisi introducendo delle variabili relative ai fondi sovrani e che sono state definite come *Swf characteristics*.

Con riferimento alla colonna 1, il primo step di indagine è stato quello di introdurre quelle informazioni relative alla nuova "classificazione" dei Swf ottenuta attraverso il processo di clusterizzazione riportato nel capitolo 4.

Come per l'ipotesi relativa ai soli aspetti del paese ricevente, i cui risultati sono rappresentati nella tabella 5.7, le variabili relative alla crescita economica e alla capitalizzazione del mercato mantengono un segno positivo e significativo; allo stesso modo viene anche confermata la rilevanza negativa che un'eccessiva oscillazione del mercato considerato (*SP_index*) produce nelle scelte di investimento. Il segno negativo, e significativo, della variabile relativa all'apertura internazionale dell'economia target (*log_open*), a conferma di quanto già identificato da Megginson et al. (2013), suggerisce che i fondi di investimento sovrano andrebbero a concentrarsi in modo minore nei sistemi fortemente dipendenti dai mercati internazionali, maggiormente vulnerabili agli shock simmetrici.

Per quanto riguarda invece la suddivisione in base alla nuova classificazione individuata, un segno positivo e significativo si verifica per i Swf, di natura *non commodity*, focalizzati nelle aree di prossimità (cluster 2) mentre una situazione opposta in termini di segno si ha per i Swf, con elevata concentrazione settoriale, focalizzati nelle aree di prossimità (cluster 4) e per i Swf focalizzati esclusivamente nel paese di origine (cluster 6). In sostanza, tale risultato tende a evidenziare come l'appartenenza di un Swf a queste due ultime partizioni indicate incide negativamente sull'ammontare degli investimenti a differenza di quanto accade per quelli raggruppati nel cluster 2.

Partendo da queste informazioni congiunte circa la tipologia di fondo e la focalizzazione degli investimenti, gli step successivi sono stati indirizzati a cogliere ulteriori esplicativi sul processo di selezione degli investimenti attraverso l'utilizzo di alcune variabili dummy.

Andando nel dettaglio delle caratteristiche operative dei fondi (*Swf characteristics*), nelle colonne 2 e 3 sono stati distinti i Swf sulla base della loro fonte di finanziamento. I risultati ottenuti mostrano come quelli di natura *non commodity* tendono a concentrarsi maggiormente, rispetto a quelli di tipo *commodity*, nelle aree di prossimità (*NonComm_SameArea*), ovvero quelle che appartengono alla medesima area geografica (colonna 2).

Tabella 5.7: Modello statico: *country characteristics* e *Swf characteristics*

	(1)	(2)	(3)	(4)
	b/se	b/se	b/se	b/se
_target	0,485** (0,17)	0,225* (0,10)	0,277* (0,13)	0,246** (0,09)
gdp_gro	0,224*** (0,04)	0,239*** (0,05)	0,207*** (0,06)	0,152* (0,07)
gdp_pc_gro	-0,106* (0,05)	-0,165** (0,06)	-0,112* (0,06)	-0,070 (0,07)
SP_index	-0,045*** (0,01)	-0,037*** (0,01)	-0,036*** (0,01)	-0,029*** (0,01)
stock_trade	0,001* (0,00)	0,001* (0,00)	0,002* (0,00)	0,002* (0,00)
log_open	-0,228* (0,11)	-0,221* (0,10)	-0,180 (0,10)	-0,184 (0,11)
Cluster_2	0,457** (0,15)			
Cluster_4	-0,659*** (0,13)			
Cluster_6	-0,661* (0,26)			
NonComm_No_SameArea		0,198 (0,15)		
NonComm_SameArea		0,512** (0,18)		
NonComm_No_SameCountry			0,356** (0,13)	
NonComm_SameCountry			0,298 (0,39)	
NoSameArea_SameLang				0,591** (0,21)
SameArea_SameLang				0,258 (0,28)
_cons	0,250 (0,16)	0,284 (0,18)	0,212 (0,17)	0,238 (0,17)
sigma_cons	0,721*** (0,04)	0,752*** (0,05)	0,761*** (0,05)	0,754*** (0,05)
N	152,000	152,000	152,000	152,000
ll	-165,918	-172,402	-174,084	-172,785
ll_0	-191,575	-191,575	-191,575	-191,575
F	9,051	6,455	7,190	7,624
aic	357,835	366,805	370,169	367,570
bic	397,145	400,067	403,432	400,833
p	0,000	0,000	0,000	0,000

Legenda: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Quest'ultima evidenza potrebbe confermare l'ipotesi che, nel corso degli anni, sono stati soprattutto i fondi finanziati dai proventi petroliferi a concentrare le proprie attenzioni prevalentemente nei confini domestici svolgendo un'azione stabilizzatrice del sistema economico e, soprattutto nei mercati meno sviluppati dal punto di vista finanziario, fornendo liquidità alle imprese nazionali.

Nella colonna 4, infine, mantenendo l'attenzione sulle decisioni strategiche, è stato possibile evidenziare come la presenza di una lingua comune tende a influenzare in modo positivo e significativo il flusso di investimenti nel momento in cui l'area di interesse risulta differente rispetto a quella del paese di origine del Swf (*NoSameArea_SameLang*).

Quindi, come accade per i flussi di Ide, la "vicinanza" culturale può risultare un elemento discriminante nelle scelte di investimento nel momento in cui il paese target non rientra in una contiguità geografica.

Nello specifico, risultati simili si riscontrano anche nel lavoro di Chhaochharia e Laeven (2009) nel quale si osserva come i fondi sovrani tendono a preferire come target quei paesi caratterizzati da una cultura simile probabilmente per la possibilità dell'investitore di reperire facilmente informazioni di varia natura, quali per esempio il funzionamento del sistema giuridico, la presenza di particolari norme per gli investimenti, ecc.

I risultati espressi dal modello considerato sembrerebbero quindi confermare come i Swf possono essere classificati come investitori "razionali" ovvero, escludendo delle motivazioni di tipo politico, tenderebbero a concentrare il loro potenziale di investimento in quei paesi caratterizzati da performance economiche significative e che presentano una buona stabilità e sviluppo dei mercati domestici, andando quindi a minimizzare la loro esposizione ai vari fattori di rischio.

Quest'ultima affermazione può essere dedotta anche dal fatto che, generalmente, presentano una minore esposizione nei mercati di frontiera mentre sembrerebbero più propensi a investire nei paesi culturalmente simili.

5.3.3 Ipotesi "dinamica": approccio metodologico

Dopo avere individuato una serie di elementi "caratterizzanti" le scelte di investimento dei fondi sovrani, il passo successivo dell'analisi è stato quello di verificare se le dinamiche economiche e quelle dei mercati finanziari del paese ricevente tendono a mantenersi significative anche considerando l'elemento "temporale", che

nella precedente ipotesi era stato trascurato.

Inoltre, rispetto a quanto trattato nel modello "statico", dato che si considerano delle variabili seriali nel tempo, al fine di eliminare l'endogeneità si è deciso di applicare un ritardo di un anno sui regressori, utilizzando un approccio simile a Lecourt et al. (2012).

La struttura espressa nell'equazione (5.8) permette quindi di andare a focalizzare l'attenzione esclusivamente sul paese ricevente l'investimento e su come l'evoluzione temporale di alcuni regressori di riferimento (tabella 5.8) possa incidere sulle scelte operative dei Swf.

L'introduzione di un lag temporale viene ulteriormente giustificata dal fatto che per i Swf la scelta di investire al tempo t in un determinato paese sia influenzata in modo diretto da quanto accaduto al tempo $t - 1$.

Le variabili trattate in questo modello sono identificate nella tabella 5.8 e possono essere classificate all'interno di due macro categorie: da un lato *Economic development variables*, ovvero quei regressori volti a identificare il livello di sviluppo del paese target, dall'altro *Business environment variables*, all'interno della quale figurano quelle variabili utilizzate per definire l'efficienza imprenditoriale nel sistema economico considerato.

Partendo da queste ipotesi, e dal modello di base precedentemente utilizzato, si prenderà in considerazione la seguente estensione

$$\text{Inv.ratio} = \alpha + \text{eco.dev}_{i,t-1}\beta + \text{eco.env}_{i,t-1}\beta + \text{crisis}\beta + \varepsilon_{i,t-1} \quad (5.8)$$

Rispetto al modello descritto nell'equazione 5.7, la possibilità di avere a disposizione un dataset costruito su un arco temporale abbastanza lungo ha permesso di osservare il comportamento dei Swf durante il periodo di recessione economica.

Da questo punto di vista, seguendo quanto trattato da Ciarlone e Miceli (2014), si è cercato di capire se tali strumenti si siano comportati come stabilizzatori del mercato nei momenti di difficoltà finanziaria, ovvero se i fondi sovrani siano, o meno, investitori anti-ciclici concentrando le loro attività in questi paesi caratterizzati da turbolenze economiche.

Per tale motivo, facendo riferimento ai dati sui cicli economici utilizzati nel World Development Report (2014) della Banca Mondiale⁴, è stata costruita una dummy temporale alla quale è stato assegnato un valore pari a 1 nel momento in cui in un

⁴World Development Report 2014: Risk and Opportunity: Managing Risk for Development.

determinato anno il paese osservato e' stato oggetto di una fase recessiva. Inoltre, la stessa dummy e' stata utilizzata al fine di valutare l'effetto congiunto tra ciclo economico e appartenenza o al gruppo dei paesi Oecd.

Tabella 5.8: Descrizione delle variabili utilizzate nel modello dinamico

Variabile	Descrizione	Fonte
Indipendente		
Inv.ratio	Ammontare degli investimenti effettuati da un Swf nel paese target	BVD
Dipendente		
Target_t-1	Ammontare degli investimenti effettuati al tempo t-1	BVD
Gdp_t-1	Tasso di crescita della ricchezza nazionale	WDI
Tr_t-1	Turn over del mercato azionario al tempo t-1	WDI
To_t-1	Apertura al commercio internazionale al tempo t-1	WDI
Fo_t-1	Apertura alla finanza internazionale al tempo t-1	WDI
Lr_t-1	Efficienza del sistema legale al tempo t-1	WDI
Ht_t-1	Incidenza delle esportazioni di beni innovativi	WDI
Cost_t-1	Costi per l'avvio delle attivita' imprenditoriali	WDI
Crisis	Identifica la presenza di un ciclo economico recessivo	World Bank
Oecd	Identifica l'appartenenza al gruppo Oecd	Oecd

5.3.3.1 Modello dinamico: risultati preliminari

Nella tabella 5.9 sono presenti i risultati del modello descritto nella formula 5.8. Nella colonna 1, dove viene trattata l'ipotesi di partenza, si osserva come, in linea con quanto gia' mostrato da Megginson et al. (2013) e da Ciarlone e Miceli (2014), seppur con approcci metodologici differenti, e' possibile osservare come sull' *inv.ratio* tendono ad avere un effetto positivo e significativo la variabile dipendente ritardata (*Target*), il tasso di crescita del Pil (*Gdp*) e il turnover del mercato azionario (*turnover ratio*, *Tr*).

In linea con le aspettative, la combinazione di queste variabili, censite come *Economic development variables*, rafforzano le ipotesi che migliori performance economiche e del mercato finanziario locale incrementano l'ammontare degli investimenti operati da un Swf; allo stesso modo e' stato confermato come tali operatori tendono a favorire maggiormente quei paesi nei quali hanno gia' effettuato delle acquisizioni, dando cosi' continuita' alle loro strategie operative.

Tabella 5.9: Modello dinamico completo

		(1)	(2)	(3)	(4)
		b/se	b/se	b/se	b/se
Eco_dev	Target_t-1	0,4027*** (0,04)	0,2913*** (0,05)	0,2864*** (0,06)	0,2892*** (0,06)
	Gdp_t-1	0,0051* (0,00)	0,0063* (0,00)	0,0079* (0,00)	0,0083* (0,00)
	TR_t-1	0,0004** (0,00)	0,0006** (0,00)	0,0006** (0,00)	0,0005** (0,00)
Bus_env	LR		0,0146* (0,01)	0,0144* (0,01)	0,0159* (0,01)
	HT_t-1			0,0023* (0,00)	0,0025* (0,00)
	cost			0,0016 (0,00)	0,0016 (0,00)
	TO_t-1				-0,0004 (0,00)
	Fo_t-1				0,0010 (0,00)
Crisis	Crisis	0,0732*** (0,02)	0,0218 (0,02)	0,0319 (0,03)	0,0316 (0,03)
	Oecd	0,0326 (0,03)	-0,0422 (0,04)	-0,0205 (0,04)	-0,0263 (0,04)
	Crisis_Oecd		0,1019** (0,04)	0,0996* (0,04)	0,1025* (0,04)
	_cons	-0,0033 (0,02)	-0,0470 (0,05)	-0,1168* (0,06)	-0,1110* (0,06)
	sigma_u_cons	0,0649*** (0,01)	0,0914*** (0,02)	0,0815*** (0,02)	0,0794*** (0,02)
	sigma_e_cons	0,1916*** (0,01)	0,2007*** (0,01)	0,2030*** (0,01)	0,2037*** (0,01)
	N	694	529	440	438
	ll	1.372,922	692,027	549,852	542,977
	chi2	1.722,773	933,349	969.634	976.335
	rho	0,1029	0,1717	0,1388	0,1320
	p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Legenda: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Accanto a questi regressori che analizzano la struttura economica e competitiva dell'economia ricevente, e' stato possibile testare come la dummy temporale relativa la periodo recessivo (*Crisis*) impatta positivamente sull'*Inv.ratio* in modo

simile a quanto descritto da Ciarlone e Miceli (2014) sostenendo l'ipotesi che i Swf siano *contrarian investor*. Infatti, a differenza delle altre tipologie di investitori tradizionali, sembrerebbero indirizzarsi maggiormente in quei sistemi soggetti a un periodo recessivo.

Nelle colonne successive, accanto ai regressori precedentemente utilizzati, sono stati testati i risultati del modello di partenza considerando un altro set di variabili destinate a cogliere degli aspetti trasversali dell'economia target e censiti nella macrocategoria *Business environment variables*.

Le stime effettuate mostrano come i regressori del modello di partenza (colonna 1) mantengono la loro significatività e il loro segno mentre è stato possibile osservare come un apparato legale efficiente (*legal rights, Lr*), a tutela dei diritti individuali e di proprietà, rappresenta un elemento di particolare importanza nelle scelte allocative dei Swf; i risultati ottenuti infatti mostrano un *p-value* statisticamente significativo.

Nella colonna 3 e 4, in termini di efficienza del mercato domestico, si è potuto osservare come l'incidenza delle esportazioni di beni a elevato contenuto innovativo (*Ht*) producono un effetto positivo e significativo mentre per quanto riguarda l'incidenza dei costi per l'avvio delle attività imprenditoriali (*Cost*) non si hanno risultati soddisfacenti.

Infine, nella colonna 4, si è provveduto a testare anche la relazione tra l'*Inv.ratio* e l'apertura internazionale dell'economia ricevente, analizzata sia in termini di scambi commerciali sia di afflusso di capitali esteri.

In entrambe i casi però, nonostante i segni in linea con le aspettative, non è stato possibile individuare risultati validi in quanto, sia la misura dell'apertura commerciale nei confronti dell'estero (*trade openness, To*) sia quella finanziaria (*financial openness, Fo*) non presentano dei *p-value* statisticamente significativi.

Per quanto riguarda i risultati relativi alla dummy *crisis*, l'evidenza presente nella colonna 1 trova un'ulteriore specificazione nelle colonne dalla 2 alla 4 dove si osserva come tale comportamento sia più marcato all'interno dei paesi appartenenti al raggruppamento Oecd.

Tale risultato potrebbe indicare come i Swf presentano l'orientamento di *contrarian investor* soprattutto in quei mercati che in qualche modo garantiscono loro una maggiore stabilità dal punto di vista non solo economico ma anche istituzionale e politico.

5.3.3.2 Modello dinamico: suddivisione per aree geografiche

L'analisi sulle determinanti degli investimenti condotta nel paragrafo precedente è stata effettuata senza considerare nessuna informazione sulla localizzazione geografica del paese target, ipotizzando che tutte le variabili di natura "macro" potessero essere considerate come trasversali nei vari sistemi economici.

In quest'ultimo step di indagine, al fine di dettagliare ulteriormente i risultati fin qui ottenuti e testarne la robustezza, si è provveduto, attraverso un approccio simile a quello di Ciarlone e Miceli (2014), a suddividere il campione differenziando i paesi appartenenti al blocco Europa-America da quelli del resto del Mondo.

Tale processo di selezione trova la sua motivazione nel fatto che i Swf potrebbero seguire delle strategie di investimento differenti a seconda che il sistema economico considerato appartenga agli "emergenti" oppure alle nazioni "avanzate".

La tabella 5.10 mostra come, in entrambe le partizioni, la variabile dipendente ritardata *Target_t-1* mantiene la dinamica precedentemente osservata andando quindi a influenzare in modo positivo l'attività di investimento del fondo.

All'interno del blocco *Economic development variables* è però necessario osservare come il tasso di crescita del Pil, pur mantenendo il segno positivo, perde la sua significatività per l'aggregato Europa-America mentre la mantiene per la restante parte dei paesi, all'interno dei quali figurano tra gli altri molti sistemi caratterizzati da una rapida ascesa economica nell'ultima decennio (es. l'area asiatica).

Di natura completamente opposta risulta invece la dinamica del *turnover ratio* i cui risultati riportano un *p-value* significativo solo per la prima partizione dei paesi, ovvero quelli caratterizzati da piazze finanziarie sviluppate.

Ciò potrebbe evidenziare come per i paesi avanzati i Swf sarebbero maggiormente attenti, più che al percorso di crescita economica dell'economia di riferimento, alla migliore efficienza del mercato azionario, probabilmente attratti dalle imprese con performance migliori.

Per quanto riguarda quegli elementi di natura trasversale, l'efficienza del sistema giuridico appare rappresentare una discriminante significativa soprattutto per la partizione "Resto del Mondo"; tale risultato potrebbe dimostrare come la ricerca di una stabilità "normativa" appare necessaria soprattutto in quei paesi che non rientrano nel blocco degli avanzati. Per le altre variabili considerate, nonostante i segni dei coefficienti siano in linea con le aspettative, non si rivengono risultati significativi.

Tabella 5.10: Modello dinamico con selezione geografica

		Europa_America			Resto del Mondo		
		(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
		b/se	b/se	b/se	b/se	b/se	b/se
Eco_dev	Target_t-1	0,1688* (0,08)	0,2024* (0,09)	0,1925* (0,09)	0,4213*** (0,07)	0,3840*** (0,08)	0,3794*** (0,08)
	Gdp_t-1	0,0004 (0,01)	0,0019 (0,01)	0,0028 (0,01)	0,0099** (0,00)	0,0120** (0,00)	0,0113** (0,00)
	TR_t-1	0,0012*** (0,00)	0,0012*** (0,00)	0,0010* (0,00)	0,0003 (0,00)	0,0003 (0,00)	0,0003 (0,00)
Bus_env	LR	0,0180 (0,01)	0,0087 (0,01)	0,0079 (0,01)	0,0156* (0,01)	0,0185** (0,01)	0,0181* (0,01)
	HT_t-1		0,0037 (0,00)	0,0038 (0,00)		0,0014 (0,00)	0,0016 (0,00)
	Cost_t-1		-0,0009 (0,00)	-0,0017 (0,00)		0,0016* (0,00)	0,0018* (0,00)
	TO_t-1			-0,0014 (0,00)			-0,0004 (0,00)
	Fdi_t-1			0,0006 (0,00)			0,0048 (0,00)
Cris	Cris	0,1165*** (0,03)	0,1222** (0,04)	0,1326** (0,04)	0,0201 (0,02)	0,0263 (0,03)	0,0247 (0,03)
	_cons	-0,1545 (0,08)	-0,1473 (0,11)	-0,0594 (0,12)	-0,0615 (0,05)	-0,1370* (0,06)	-0,1316* (0,06)
	sigma_u	0,0966*** (0,03)	0,0886*** (0,03)	0,0824** (0,03)	0,0613** (0,02)	0,0479 (0,03)	0,0493 (0,03)
	sigma_e	0,2025*** (0,01)	0,2035*** (0,01)	0,2031*** (0,01)	0,1999*** (0,01)	0,2041*** (0,01)	0,2038*** (0,01)
	N	209,0000	177,0000	177,0000	320,0000	263,0000	261,0000
	ll	24,7567	20,7872	22,0261	50,4575	38,8896	38,6700
	chi2	48,9796	52,4107	58,8607	61,6073	69,5111	69,3684
	rho	0,1853	0,1592	0,1413	0,0859	0,0523	0,0554
	p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Legenda: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Facendo riferimento alla dummy sui cicli recessivi (*crisis*), i risultati sembrerebbero confermare quanto espresso dalle stime precedenti.

La focalizzazione degli investimenti dei Swf nei periodi di recessione, riprendendo il comportamento di *contrarian investor* già osservato nelle stime precedenti, troverebbe una maggiore rilevanza solamente per quanto riguarda il blocco Europa e America. Analizzando tale dinamica, appare opportuno sottolineare come

soprattutto a seguito dello scoppio della bolla finanziaria del 2008, molti Swf hanno concentrato la loro attenzione nel settore finanziario-assicurativo di questi due continenti andando a sorreggere delle attività economiche particolarmente colpite della turbolenze del periodo.

Ovviamente, tale comportamento appare ancor più rilevante considerando il fatto che, in una situazione congiunturale così difficile, tali strumenti hanno potuto portare avanti delle acquisizioni abbastanza favorevoli andando ad acquisire quote di importanti gruppi internazionali a prezzi più contenuti rispetto a quelli reali.

5.4 Conclusioni

In quest'ultimo capitolo si è cercato di evidenziare quegli elementi di carattere "macro" che alimentano i processi decisionali nelle attività di investimento dei Fondi Sovrani.

Partendo dalla base dati disponibili e dalle informazioni relative ai Swf, descritte nei capitoli precedenti, si è giunti alla creazione di un sottocampione di 529 osservazioni relative alle attività di acquisizione operate da tali strumenti tra il 2003 e il 2009.

Riprendendo quanto trattato già in letteratura, l'analisi del fenomeno di interesse è stata sviluppata seguendo due differenti approcci, uno di natura statica e l'altro di natura dinamica.

Sostanzialmente, si è potuto osservare come un sistema economico in espansione e un sistema finanziario abbastanza sviluppato rappresentano degli elementi discriminanti nella scelta dei Swf che, al contrario, sembrerebbero essere meno attratti da quei paesi caratterizzati da un'elevata volatilità dei mercati, dalla presenza di un'instabilità istituzionale e dall'elevata apertura nei mercati internazionali.

Andando a prendere in considerazione anche le caratteristiche dei Swf stessi, e non solo quelle dell'economia target, è stato possibile osservare che i fondi *non-commodity* andrebbero a gestire un "portafoglio" geografico più ampio, concentrandosi prevalentemente nei paesi appartenenti alla medesima area geografica. Inoltre, a livello generale, si è potuto riscontrare come la presenza di una lingua comune, *proxy* di una vicinanza culturale, incide positivamente sulla variabile dipendente se il paese target è al di fuori dell'area geografica di appartenenza del

fondo stesso.

Riprendendo la classificazione dei Swf ottenuta attraverso la clusterizzazione presentata nel capitolo precedente, e' stato possibile osservare come l'*investment ratio* tende a essere influenzato positivamente soprattutto per i fondi appartenenti al gruppo dei Swf, *di natura non commodity, focalizzati nelle aree di proximita'*.

La possibilita' di studiare il fenomeno considerato con l'utilizzo di variabili ritardate nel tempo, rispetto all'anno di acquisizione, ha permesso di valutare le variabili discriminanti anche seguendo un approccio "dinamico". I risultati, in linea con le aspettative, confermano come i fondi sovrani sono piu' propensi a investire nuovamente in un paese dove hanno gia' portato a termine delle operazioni di acquisizione. Come per il modello "statico", evidenze positive si sono manifestate per i paesi caratterizzati da importanti dinamiche di sviluppo, sia della ricchezza nazionale sia del volume degli scambi azionari.

Per quanto riguarda l'integrazione nei mercati internazionali del paese target non si sono ottenuti risultati significativi mentre si e' dimostrato come quei sistemi caratterizzati da un sistema legale efficiente presentano una maggiore attrattivita' rispetto agli altri.

Accanto agli elementi di natura esclusivamente macroeconomica, l'utilizzo di una dummy relativa ai periodi recessione ha permesso di sostenere l'ipotesi che i fondi sovrani siano dei *contrarian investor*, focalizzando le loro attivita' in quei paesi colpiti da turbolenze economiche soprattutto per quanto riguarda quelli appartenenti al raggruppamento Oecd.

L'ultimo step dell'analisi, effettuato suddividendo il campione osservato per area geografica, ha evidenziato come l'impatto sulle scelte di investimento dei regressori considerati tenderebbe a mutare in modo significativo a seconda dell'appartenenza o meno al blocco "Europa-America".

Nello specifico, per quest'ultimo raggruppamento i Swf sarebbero piu' attratti dagli aspetti collegati allo sviluppo dei mercati finanziari mentre per i sistemi appartenenti al "Resto del Mondo" l'attenzione sarebbe focalizzata sia sulle performance di crescita sia sulla validita' del sistema legale.

Come dimostrato anche nel modello completo, la significativita' della variabile "crisi" appare accettabile solo per il raggruppamento "Europa-America" a dimostrazione delle ipotesi precedenti, ovvero che i Swf si comporterebbero come *contrarian investor* solo per le economie avanzate.

Bibliografia

Aizenman J., Glick R., 2008, "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance", NBER Working Papers 14562, National Bureau of Economic Research, Inc.

Avendano R., 2010, "Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments, Economix Workshop on Sovereign Wealth Funds and globalization.

Avendano R., Santiso J., 2009, "Are SWF Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds", Oecd, Emerging Markets Network Working Paper.

Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C., "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, 2013, IMF Working Paper WP/13/231.

Al-Sadig, A., 2012, "The Effects of Foreign Direct Investment on Private Domestic Investment: Evidence From Developing Countries", *Empirical Economics*, pp. 1–9 doi:10.1007/s00181-012-0569-1.

Al-Sadig, A., 2013, "Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment: the Case of Developing Countries", *Imf*, WP/13/52.

Balding, C., 2008, "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", Working paper, University of California-Irvine.

Beck R., Fidora M., 2008, "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", European Central Bank, Occasional Papers, 91.

Beck R., Fidora M., 2009, "Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis", *European Business Organization Law Review*, 10, pp 353367.

Bernstein, S., J. Lerner, and A. Schoar, 2009, "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds," mimeo, Harvard Business School.

Bortolotti, B., V. Fotak, W. Megginson, and W. Miracky, 2008, "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance", mimeo, Turin University.

Boubakri N., Cosset J.C., Samir N., 2011, "Sovereign Wealth Fund Acquisitions: A Comparative Analysis with Mutual Funds", *Institutional Investors in Global Capital Markets (International Finance Review, Volume 12)*, Emerald Group Publishing Limited, pp.355-389

Castelli M. e Scacciavillani F., 2012, "The new economics of Sovereign Wealth Funds", *The Wiley Finance Series*, John Wiley & Sons, New York.

Chao, C., "Sovereign Wealth Funds, Macroeconomic Policy Alignment and Financial Stability", 2008. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1420614> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1420614>.

Chhaochharia, V., Laeven, L., "The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds", 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262383> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1262383>.

Ciarlone A., Miceli V., 2013, "The Portfolio Allocation Strategies of Sovereign Wealth Funds and the Financial Crisis", *Bank of Italy Occasional Paper No. 156*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2260333> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2260333>

Clark, G., Monk A., 2009, "The oxford survey of sovereign wealth funds' asset managers", Working paper, University of Oxford.

Das, U.S., Yinqiu L., Mulder C., Sy A., "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations", 2009, IMF Working Paper WP/09/179.

Del Guercio, D. and J. Hawkins, 1999, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism," *Journal of Financial Economics* 52, 293–340.

Desai, M.A., Foley C. F., Hines, J. R., 2005, "Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock", *American Economic Review*: 95 (2) pp. 33—38.

Dewenter, K., X. Han, and P. Malatesta, 2009, "Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments," mimeo, University of Washington.

Dunning, J., 1993, "Multinational Enterprises and the Global Economy", Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Dunning J., Kim C., Park D., 2008, "Old Wine in New Bottles: A Comparison of Emerging Market TNCs Today and Developed Country TNCs 30 Years Ago",

in “The Rise of Transnational Corporations from Emerging Markets: Threat or Opportunity?”, Columbia University, New York.

Errunza, V., K. Hogan, and M. Hung, 1999, “Can the Gains from International Diversification Be Achieved Without Trading Abroad?” *Journal of Finance* 54, 2075–2107.

Everitt B., 1974, "Cluster Analysis", Social Science Research Council. Halsted Press, New York

Feldstein, M., Horioka C., 1980, “Domestic Savings and International Capital flows”, *Economic Journal* 90: pp. 314–329.

Fernandes, N., 2009, “Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World”, mimeo, IMD.

Ferreira, M. and P. Matos, 2008, “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors Around the World,” *Journal of Financial Economics* 88, 499–533.

Gilson, R. and C. Milhaupt, 2008, “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism”, mimeo, Stanford Law School.

Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales, 2006, “Does Culture Affect Economic Outcomes? *Journal of Economic Perspectives* 20, 23–48.

Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales, 2007. “Cultural Biases in Economic Exchange?,” *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.

Gupta, N., Yu, X., 2007, “Does money follow the flag?”, Working Paper, Indiana University. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1316364> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1316364>

Hoskisson, R. E., Eden L., Lau C.M., Wright M., 2000, “Strategy in Emerging Economies”, *Academy of Management Journal* 43:249–67.

Hejazi, W., Pauly P., 2003, “Motivations for FDI and Domestic Capital Formation”, *Journal of International Business Studies* 34: pp. 282–289.

Herzer, D., Schrooten M., 2007, “Outward FDI and Domestic Investment” , DIW Discussion Paper 679. (Berlin: Deutsches Institut for Wirtschaftsforschung).

International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, 2011, Chapter 2 “Long-term Investors and Their Asset Allocation: Where Are They Now?”.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008. "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles", October 2008.

Johnson, S., 2007, "The Rise of Sovereign Wealth Funds", Finance and Development, Washington, DC: International Monetary Fund, September 2007.

Karolyi G., Liao R.C., 2010, "What is Different About Government-Controlled Acquirers in Cross-Border Acquisitions?", FEEM Working Paper No. 38.2010; Johnson School Research Paper Series No. 24-2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1597125>

Kimmit R. M., 2008, "Public footprints in private markets", Foreign Affairs, 87, 1, January/February 2008

Klein, A., Zur E., 2007, "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors", working paper, New York University.

Klitzing E., Lin D., Lund S., Nordin L., "Demystifying Sovereign Wealth Funds", in Das U.S., Mazarei A., Van der Hoorn A., "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", (pp. 3-15), Washington DC: Imf, 2010.

Knill, A., Lee, B.-S., Mauck, N., 2012, "Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment", Journal of Corporate Finance, 18(1): 108–123.

Kern, S., 2007, "Sovereign Wealth Funds-State Investments on the Rise." Deutsche Bank Research.

Kotter, J., Lel U., 2008, "Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets", International Finance Discussion Paper No. 940, Board of Governors of the Federal Reserve System.

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

Lance G.N., Williams W.T., 1967, "A general theory of classificatory sorting strategies: Hierarchical systems", Computer Journal, 9, 373-380.

Lecourt C., Candelon B., Kerkoury M., 2012, "Are Sovereign Wealth Funds' Investments Determined by Macroeconomic Factors ?", 15th SGF Conference in Zurich and the International Finance Banking and Insurance Congress in Antalya.

- Li Q., Vashchilko T., 2010, "Dyadic Military Conflict, Security Alliances, and Bilateral FDI Flows," *Journal of International Business Studies* 41(5): 765-782.
- Lyons, G., 2007, "State capitalism: The rise of sovereign wealth funds", *Journal of Management Research* 7, Number 3, 119–146.
- Miracky W., Bortolotti B., 2009, "Weathering the Storm: Sovereign Wealth-Funds in the Global Economic Crisis of 2008", Monitor Group, Boston, MA and Fondazione Eni Enrico Mattei, Milano, Italy.
- OECD, 2008, "Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies," OECD Investment Committee Report, April 20, 2008.
- Park, D., G. Estrada, 2009, "Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination", ADB Economics Working Paper No. 170, Asian Development Bank, Manila.
- Ping, X., Chao, C., 2009, "The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds", Social Science Research Network.
- Quadrio Curzio A., Miceli V., (2010), "Sovereign Wealth Funds. A complete Guide to State-owned Investment Funds", Harriman House, UK.
- Rozanov, A., 2005, "Who Holds the Wealth of Nations", *Central Banking Journal*, Volume XV, Number 4.
- Rozanov, A., 2007, "Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities", State Street Global Advisors.
- Santiso J., 2008, "Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nation", *Oecd, Emerging Markets Network Working Paper*.
- Santiso, J., 2012, "Sovereign Wealth Funds 2012", Barcelona: ESADE Center for Global Economic and Geopolitics.
- Sauramo, P., 2008, "Does Outward Foreign Direct Investment Reduce Domestic Investment? Macro-evidence from Finland", *Labour Institute for Economic Research, Discussion Papers No. 239 (Helsinki)*.
- Shleifer, A., and Vishny R., 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997, A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* 52, 737–783.

Skrondal, A., Rabe-Hesketh S., 2004, *Generalized Latent Variable Modeling: Multilevel, Longitudinal, and Structural Equation Models*. Boca Raton, FL: Chapman Hall/CRC.

Stevens, G.V.G., Lipsey R.E., 1992, "Interactions between Domestic and Foreign Investment", *Journal of International Money and Finance* 11(1): pp. 40–62.

Summers, L., 2007, "Sovereign wealth funds shake the logic of capitalism", *Financial Times*, July 30, 2007.

Truman, E., 2007, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability", Policy Brief No. PB07-6, Peterson Institute for International Economics.

Truman, E., 2008, "A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds", Mimeo, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics.

Truman E., 2008, "A blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices", Policy briefs for International economics, Peterson Institute for International Economics.

UNCTAD (2012), "World Investment Report, Towards a new Generation of Investment Policies", Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

UNCTAD (2013), "Global value chains: investment and trade for development", Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

Ward J., 1963, "Hierarchical grouping to optimize an objective function", *Journal of the American Statistical Association*, 58, pp. 236-244.

Zilinsky J., 2009, "Understanding Sovereign Wealth Funds", Senior thesis, Harvard University.

6 Considerazioni conclusive e possibili sviluppi della ricerca

6.1 Considerazioni conclusive

La particolare natura del lavoro, articolato in saggi distinti, ha condotto ad una serie di riflessioni e spunti circa gli specifici argomenti trattati. Tali elementi, espressi in modo piu' articolato all'interno dei singoli capitoli, possono comunque essere brevemente riassunti nelle seguenti considerazioni conclusive:

1. *Friends or foes? Alla ricerca di un ruolo "ottimale" per i Sovereign Wealth Fund*

A partire dal nuovo millennio, i paesi emergenti nello scenario internazionale hanno consolidato il ruolo di volano per quanto riguarda non solo la ricchezza mondiale ma anche i flussi commerciali e dei capitali.

In questo nuovo contesto, con un capitale di circa sei trilioni di dollari, si inseriscono *i Sovereign Wealth Fund* la cui numerosita' attualmente ha superato le 60 unita' e la cui potenza di fuoco si concentra tra il continente asiatico e il Medio Oriente.

Questa notevole disponibilita' economica ha sollevato un ampio dibattito sugli impatti potenziali e sulle politiche di gestione delle attivita' di investimento tanto da alimentare un maggiore orientamento protezionistico da parte delle economie target.

Nonostante queste preoccupazioni, pero', ad oggi i Swf non hanno mostrato comportamenti "predatori" anzi, soprattutto durante la recente crisi finanziaria, hanno svolto un ruolo di stabilizzazione dei mercati fornendo un giusto apporto di liquidita', non disponibile attraverso i canali tradizionali.

La progressiva apertura di questi "investitori ad alto potenziale" alle numerose regole di condotta, imposte dagli organismi internazionali e dai Governi

di molti Stati, nella gestione delle loro operazioni ha mostrato come nonostante la loro impostazione strategica si possa giungere ad una "pacifica" convivenza tra i vari attori, ottenendo allo stesso modo dei benefici reciproci.

2. L'evidenza empirica conferma l'esistenza di alcuni *country factors* che stimolano, o inibiscono, la creazione dei *Sovereign Wealth Fund*

Di tali strumenti se ne trova traccia sin dalla metà degli anni '50 ma col tempo la loro numerosità è cresciuta velocemente così come il patrimonio gestito.

La letteratura accademica definisce una pluralità di classificazioni per tali strumenti ma è concorde nell'identificare alcune *specificità* macroeconomiche trasversali ai paesi che li gestiscono. Attraverso un approccio econometrico differente rispetto alla principale letteratura di riferimento (Aizenman e Glick, 2008; Zilinsky, 2009), il lavoro presentato è stato rivolto a evidenziare quei "fatti stilizzati" che incidono sulla probabilità di realizzazione di un Swf.

L'elevata propensione alle esportazioni, sia di beni petroliferi sia manifatturieri, e la maggiore accumulazione di riserve in valuta estera possono essere considerati come i principali fattori discriminanti (confermando le ipotesi presenti in letteratura). Non si evince nessuna rilevanza per quanto riguarda l'accumulazione del risparmio nazionale mentre nuove evidenze positive possono essere rintracciate per quanto riguarda i flussi di Ide in entrata; di contro, un eccessivo indebitamento nei confronti dell'estero e la presenza di spirali inflazionistiche andrebbero a scoraggiarne la creazione. Non si riscontra, infine, una corrispondenza significativa tra la realizzazione di un Swf e la presenza di un regime autoritario a conferma che le finalità con le quali questi strumenti vengono gestiti non dovrebbero essere di natura politica.

3. Non solo gli elementi strutturali ma anche le differenti attività di investimento conducono a una tassonomia dei Swf

Partendo dalle definizioni e classificazioni dei Swf (Rozanov, 2005; Truman, 2008; Balding, 2008; Bortolotti et al., 2008; Klitzing et al., 2010; Kunzel et al., 2011), si è potuto osservare come le scelte di investimento (in termini di localizzazione geografica e preferenze settoriali), parallelamente agli elementi strutturali dei fondi stessi, permettono di raggruppare questi strumenti in differenti partizioni.

L'analisi del dataset appositamente costruito non solo evidenzia alcune continuità con quanto emerso in letteratura (es. distinzione tra investitori "passivi" e "attivi", correlazione tra la natura del fondo e le scelte di localizzazione, attenzione alla "prossimità" socio-culturale, ecc.) ma ha favorito anche un'indagine dettagliata sulle preferenze di investimento e sulla relativa gestione del portafoglio detenuto.

Ad esempio, si conferma l'interesse per il comparto finanziario/assicurativo e per i paesi avanzati mentre, in termini di tolleranza al rischio, è stato possibile osservare come i fondi di più grandi dimensioni, generalmente, presentano una maggiore diversificazione del loro portafoglio, probabilmente al fine di ammortizzare eventuali shock intra-settoriali. Parallelamente a un'indagine di tipo descrittiva, il valore aggiunto del lavoro rispetto a quanto osservato in letteratura è stato quello di evidenziare queste caratteristiche attraverso una *cluster analysis* che ha permesso di suddividere i Swf in 6 partizioni (ognuna delle quali con alcuni elementi discriminanti che hanno contribuito a delinearne le peculiarità).

Facendo riferimento a questi fattori discriminanti, la *dimensione dei fondi* (espressa in termini di asset detenuti) ha permesso di isolare i fondi più ricchi da quelli con limitate disponibilità finanziarie. Il fattore *localizzazione* ha evidenziato la presenza di fondi focalizzati esclusivamente nelle economie domestiche mentre facendo riferimento anche alla *fonte di finanziamento* si è giunti alla separazione di quelli alimentati dalle risorse energetiche/minerarie da quelli non finanziati dai proventi petroliferi.

4. L'evidenza empirica ha dimostrato come le attività dei Swf sono influenzate da determinate caratteristiche "peculiari" dei paesi riceventi

La letteratura sulle determinanti degli investimenti dei Swf si è spesso concentrata sugli elementi di natura microeconomica mentre solo recentemente l'attenzione si è spostata sugli elementi macroeconomici e istituzionali dei paesi interessati dalle operazioni di acquisizione.

Questo approccio trova la sua giustificazione nel fatto che, generalmente, le scelte di investimento sono inizialmente influenzate da elementi specifici dei paesi target e solamente in un secondo momento i processi di selezione sono indirizzati alle caratteristiche peculiari delle imprese stesse.

Attraverso due tipologie di approcci, statico e dinamico, si è osservato come performance di crescita migliori, un sistema finanziario sviluppato e un

apparato giuridico/normativo efficiente rappresentano quegli elementi trasversali che incidono positivamente nelle scelte di investimento mentre i Swf sembrerebbero essere meno attratti da quei sistemi economici caratterizzati da un'elevata volatilità dei mercati.

E' stato inoltre dimostrato come tali strumenti sono più propensi a investire nuovamente in un paese dove hanno già portato a termine delle operazioni di acquisizione e che il loro comportamento, soprattutto nelle realtà avanzate, sia di tipo *contrarian investor* ovvero tenderebbero a focalizzare le loro attività in quei paesi colpiti da turbolenze economiche. Tali evidenze appaiono ancor più marcate nel caso dei paesi Oecd lasciando presagire come l'attività di investimento possa essere collegata non solo a finalità di stabilizzazione ma anche alla possibilità di acquisire partecipazioni azionarie a prezzi di mercato inferiori rispetto a quelli reali.

6.2 Possibili sviluppi futuri

Nonostante siano stati analizzati tutti gli elementi e gli interessi espressi nelle *research questions* appare particolarmente utile evidenziare quali aspetti potrebbero essere ulteriormente approfonditi, donando quindi al presente progetto non solo una continuità temporale ma anche stimoli per ricerche future. Seguendo la struttura della tesi, coerentemente con gli argomenti trattati, è stata sviluppata una duplice linea di ricerca:

1. **Dalla caratteristiche macro a quelle microeconomiche delle imprese target. E' possibile individuare nuovi evidenze nel processo di selezione?**

La natura del campione appositamente realizzato tramite la disponibilità della banca dati Zephyr ha permesso di individuare le caratteristiche identificative delle imprese target dei Swf. Utilizzando i dati contenuti in Orbis, di proprietà della Bureau Van Dijk, si è proceduto a incrociare queste informazioni di base con le caratteristiche aziendali e finanziarie dell'impresa soggetta a deal.

Questo nuovo dataset, in fase di completamento, potrebbe permettere di studiare ulteriormente le attività di investimento da parte dei fondi sovrani andando a esplorare le relazioni empiriche tra l'ammontare dell'investimento, o dello stake acquisito, e i principali indicatori delle performance aziendali.

2. Performance pre e post acquisizione delle aziende target dei Swf. Quali evidenze per lo scenario italiano?

Le indagini effettuate sui Swf sono andate a confermare quelle ipotesi trattate in letteratura relative alla presenza di alcuni fatti stilizzati alla base della loro realizzazione e sulla presenza di alcuni aspetti specifici che rendono un paese piu' o meno attrattivo nei confronti delle operazioni di tali strumenti. La natura della banca dati appositamente realizzata ha permesso di raccogliere un set particolarmente ampio di informazioni che possono essere ulteriormente indagate a livello microeconomico. Infatti, la presenza di variabili attinenti la struttura aziendale e finanziaria dell'impresa target potrebbero essere utilizzate al fine di approfondire le dinamiche nel periodo pre e post acquisizione da parte di un Swf, sulla scia di quanto gia' trattato da Bortolotti et al. (2008).

Da questo punto di vista, potrebbe essere interessante concentrare l'attenzione allo scenario europeo ma soprattutto focalizzarsi sulle attivita' che hanno riguardato la nostra nazione, per la quale mancano degli studi empirici di riferimento.