

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA**  
**Dipartimento di Economia e Management**

**CORSO DI LAUREA IN**  
**BANCA, FINANZA AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI**



TESI DI LAUREA

**I FONDI SOVRANI**

Relatore:

**Prof.ssa Maria Laura Ruiz**

Candidato:

**Chu Jiayi**

**ANNO ACCADEMICO 2013-2014**

# Indice

Introduzione.....	4
Capitolo 1. Fondi sovrani: definizione, caratteristiche, classificazione e storia.....	7
1.1 Definizione dei fondi sovrani.....	7
1.2 Caratteristiche dei fondi sovrani.....	10
1.3 Possibili classificazioni.....	14
1.3.1 Classificazione in base alla provenienza delle disponibilità finanziarie .....	14
1.3.2 Classificazione in base agli obiettivi.....	15
1.3.3 Classificazione in base allo scopo della creazione.....	16
1.4 I diversi interlocutori .....	17
1.5 La storia, il presente e la prospettiva.....	21
1.5.1 Un pò di storia .....	21
1.5.2 Perché nascono i fondi sovrani? .....	23
1.5.3 La situazione attuale.....	28
1.5.4 La tendenza di sviluppo.....	34
1.6 Conclusioni .....	37
Capitolo 2. Gli effetti sui mercati finanziari.....	38
2.1 I fondi sovrani e la stabilità dei mercati finanziari.....	38
2.2 Effetto sui prezzi delle azioni.....	44
2.3 Effetto sui flussi di capitali.....	46
2.4 Effetto sul tasso di cambio.....	48
2.5 Effetto sulla valuta di riserva internazionale.....	51
2.6 Effetto sulla struttura dei mercati di capitali.....	52
2.7 I problemi da risolvere per lo sviluppo futuro.....	53
2.7.1 La carenza di trasparenza.....	53
2.7.2 Sfide del protezionismo finanziario.....	57
2.8 Conclusioni.....	61
Capitolo 3. La sorveglianza multilaterale e la regolamentazione internazionale .....	62
3.1 Accordo trilaterale tra Stati Uniti, Abu Dhabi e Singapore .....	62
3.2 FMI e i Principi di Santiago.....	65
3.3 OCSE e le linee guida per i paesi riceventi.....	68
3.4 Commento sulle linee guida esistenti.....	69
3.4.1 Punti di forza.....	69
3.4.2 Punti di debolezza.....	72

3.5 Conclusioni.....	75
Capitolo 4. Il China Investment Corporation.....	77
4.1 Lo sfondo costitutivo del fondo sovrano cinese.....	77
4.2 La nascita del China Investment Corporation.....	80
4.3 La struttura organizzativa del CIC.....	83
4.4 La cultura aziendale.....	90
4.5 La strategia di investimento e lo stato degli investimenti.....	91
4.5.1 Strategia di investimento.....	91
4.5.2 Caratteristiche del portafoglio estero .....	92
4.5.3 Casi di investimenti.....	93
4.6 I problemi attuali e le pressioni .....	101
4.7 Le raccomandazioni politiche.....	103
4.8 Conclusioni.....	107
Conclusioni.....	108
Bibliografia.....	112
Ringraziamenti.....	116

## Introduzione

I fondi sovrani come organo di investimento sovrano statale sono presenti nel mercato economico finanziario da ormai mezzo secolo. Negli ultimi anni, con il progressivo sviluppo della globalizzazione e integrazione economica, le riserve estere dei paesi esportatori di materie prime e dei paesi eccedentari sono cresciute velocemente. Per aumentare il rendimento delle attività in valuta estera, diversi paesi hanno iniziato a costituire i fondi sovrani. Essi sono una forza controllata e dominata dallo stato, che assume come funzione la gestione del patrimonio pubblico, e ha come obiettivo la massimizzazione del ritorno dagli investimenti, e ciò aprirà nuovi orizzonti per la gestione delle riserve estere dei vari paesi. A causa della loro grande dimensione e della caratteristica di sovranità, la rapida crescita dei fondi sovrani diventa il centro dell'attenzione mondiale. Alcuni paesi emergenti che hanno costituito i propri fondi sovrani, specialmente quelli della Cina, hanno attirato l'attenzione internazionale soprattutto dei paesi sviluppati. Durante la crisi subprime, i fondi sovrani hanno iniziato a iniettare capitali nelle grandi istituzioni finanziarie, offrendo non solo grandi liquidità a queste ultime, ma hanno svolto anche un ruolo importante nella stabilizzazione del mercato e nell'evitare la propagazione della crisi finanziaria. Nonostante la funzione importante assunta dai fondi sovrani in questo periodo di crisi nella stabilizzazione del mercato sia generalmente riconosciuta, tuttavia esistono

molti dibattiti su loro effetto potenziale nel lungo periodo, perciò l'approfondimento su questo problema ha assunto un importante significato pratico.

Nella seguente tesi, il capitolo 1 introduce le definizioni, le caratteristiche, le classificazioni dei fondi sovrani, successivamente si parla dei soggetti coinvolti, la storia, la situazione attuale e lo sviluppo futuro dei fondi sovrani. Nel capitolo 2, viene analizzata l'influenza che i fondi sovrani esercita sulla stabilità dei mercati finanziari, vengono studiati gli effetti dei fondi sovrani a breve termine sui mercati azionari, e poi si è analizzata l'influenza che gli investimenti dei fondi sovrani hanno sui flussi di capitali, sul tasso di cambio, sulla valuta di riserva internazionale e sulla struttura dei mercati dei capitali. Nel capitolo 3 viene descritta la sorveglianza multilaterale e la regolamentazione internazionale. Molte volte la proprietà governativa dei fondi sovrani ha suscitato dubbi, ostacoli e avversità da molte parti, da cui nasce un forte senso protezionista. I paesi europei ed americani si preoccupano del fatto che i fondi sovrani sono controllati dai governi, quindi inevitabilmente negli investimenti vengono introdotti dei fattori politici, considerando poi la mancanza di trasparenza, possono portare un grande impatto sui mercati finanziari interni dei paesi beneficiari, facendo emergere anche il fenomeno della manipolazione del mercato. Per questo tali paesi hanno imposto forti richieste sulla sorveglianza e trasparenza dei fondi sovrani. Sulla base degli argomenti trattati precedentemente, nel capitolo 4 si è cercato di analizzare

il fondo sovrano cinese -- il China Investment Corporation. Il CIC è stato molto discusso fin dalla sua nascita, dal suo primo investimento in Blackstone Group al successivo impegno in Morgan Stanley nonché gli suoi altri investimenti, che sono state tutti in perdite. Di fronte alle accuse dei media nazionali, il CIC ha dovuto sopportare enormi pressioni, tutto ciò è causato sia dalla sua inesperienza, che da una mancanza di personale specializzato in investimenti, ma è anche strettamente legato alla crisi subprime. Questo capitolo non tratta del problema se il CIC debba essere creato o meno, ma parte da un punto di vista pratico, descrivendo in modo oggettivo e dettagliato lo sfondo, le strategie di investimento, i casi di investimento del CIC; infine si conclude con alcuni consigli e punti di vista personali.

# Capitolo 1. Fondi sovrani: definizione, caratteristiche, classificazione e storia

## 1.1 Definizione dei fondi sovrani

Per lungo tempo, il mondo accademico non ha una definizione uniforme della nozione “fondi sovrani”. In primo luogo il concetto di “fondi sovrani” è stato proposto dall’economista Andrew Rozanov(2005) di State Street Bank. Egli ha osservato che con il miglioramento della macroeconomia, della condizione commerciale e finanziaria, il surplus fiscale e le riserve di valuta estera continuano ad accumulare. Ma per l’eccessivo surplus fiscale e di riserve di valuta estera, alcuni paesi hanno creato un ufficio speciale per la gestione delle operazioni di investimento, tali istituzioni possono essere chiamati "fondi sovrani". Con il rapido sviluppo dei fondi sovrani negli ultimi anni, l'utilizzo di tale termine è sempre più diffuso. Quella più popolare e autorevole è la versione data dall’ International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), cioè i fondi sovrani sono fondi o altri veicoli di investimento creati e posseduti dai governi per raggiungere specifici obiettivi finanziari; detengono, gestiscono e amministrano le proprie attività impiegando varie strategie di investimento tra cui quelle in attività estere. Le disponibilità finanziarie di tali fondi derivano generalmente da surplus di bilancia dei pagamenti, da operazioni sulle riserve di valuta ufficiali, da proventi di privatizzazioni, da surplus fiscali, da ricavi di export di materie prime. Questa

definizione esclude:

- le riserve ufficiali detenute dalle banche centrali;
- le società di proprietà pubblica nel senso tradizionale del termine;
- i fondi pensioni pubblici e privati che erogano in via diretta prestazioni pensionistiche e si finanziano tramite contributi pensionistici;
- le attività finanziarie gestite e detenute da privati.

La definizione dei fondi sovrani internazionalmente accettata include anche la seguente:

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) indica che i fondi sovrani sono portafogli finanziari posseduti e gestiti direttamente o indirettamente dal governo, al fine di conseguire la stabilità finanziaria e gli altri obiettivi nazionali.

US Treasury Department (2007) ritiene che i fondi sovrani sono gli strumenti di investimento del governo, prevalentemente composti da attività di riserva di valuta estera, e dovrebbero essere gestiti separatamente dalle riserve valutarie gestite dalle autorità monetarie.

Deutsche Bank (2008) sostiene che i fondi sovrani, noti anche come i fondi nazionali per gli investimenti, sono strumenti finanziari, la cui proprietà, gestione e funzionamento o utilizzo è del governo; la principale fonte dei fondi sovrani è la liquidità in eccesso, comprendente il surplus fiscale del governo e le riserve valutarie della banca centrale.



Morgan Stanley (2007) sostiene che i fondi sovrani sono gli strumenti specializzati nella gestione degli asset governativi per investire i fondi pubblici in una vasta gamma di settori finanziari. Diversamente dalle banche centrali, i fondi sovrani perseguono un alto rendimento investendo principalmente in obbligazioni, private equity, immobiliare, hedge funds, commodities e altre classi di assets ad alto rischio. I fondi sovrani devono soddisfare almeno le seguenti cinque condizioni:

1. La sovranità, il fondo deve essere completamente di proprietà del governo;
2. L'alto grado di esposizione in valuta estera, il finanziamento è costituito principalmente da valuta estera;
3. Non vi è alcuna passività esplicita del fondo, da questo punto di vista sono chiaramente diversi dai fondi pensionistici;
4. Possiedono un elevata tolleranza al rischio, in grado di sopportare maggiori fluttuazioni degli investimenti a breve termine;
5. Con una prospettiva di investimento a lungo termine, l'orizzonte generale degli investimenti è maggiore degli cinque anni.

People's Bank of China (2007) indica che la ricchezza sovrana è il contrario della ricchezza privata, di solito tale ricchezza viene accumulata dal governo attraverso l'imposizione di una tassa specifica, l'accantonamento di una somma monetaria prelevata dal calcolo del bilancio preventivo, i ricavi delle risorse naturali rinnovabili e il surplus della bilancia dei pagamenti; è la

ricchezza posseduta e controllata dal governo, di solito formata dalla detenzione della valuta estera. I fondi sovrani sono istituzioni professionali nell'asset management costituite dal governo per gestire la ricchezza sovrana.

Per riassumere le varie definizioni date in precedenza, si può concludere dicendo che i fondi sovrani sono detenuti dal governo, la loro provenienza deriva dall'imposizione di una tassa specifica, dall'accantonamento di una somma monetaria prelevata dal calcolo del bilancio preventivo, da surplus della bilancia dei pagamenti, da ricavi di export di risorse. Tali fondi sono definibili anche come uno strumento di investimento del governo mirato alla diversificazione del portafoglio a livello mondiale. Lo scopo di questi fondi è ottenere utili dagli investimenti.

## 1.2 Caratteristiche dei fondi sovrani

Secondo le diverse definizioni sopra citate, è possibile individuare gli elementi chiave dei fondi sovrani, che vengono elencati di seguito:

1) I fondi sovrani devono essere di proprietà di uno stato sovrano. La definizione comunemente intesa comprende anche le entità istituzionali subnazionali, ma tale affermazione secondo me non è appropriata. Ad esempio, l'istituto Alaska Permanent Fund fondato nel 1976, nonostante la sua origine e destinazione non sono diverse dai fondi sovrani, la proprietà è dello stato federale dell'Alaska, perciò non è appropriato definirlo come uno dei fondi sovrani. Ritengo che i fondi sovrani devono governare la ricchezza

dell'intero paese, a favore dei suoi cittadini, la portata deve comprendere tutto lo stato e non deve essere limitata a un determinato luogo.

Sovereign Wealth Fund Institute (SWF Institute)<sup>1</sup> ha elencato i fondi sovrani dei diversi paesi, in cui include quattro fondi sovrani cinesi: China Investment Corporation, SAFE Investment Company, National Social Security Fund e China-Africa Development Fund.

- Il China Investment Corporation è stato fondato a Pechino il 29 settembre 2007. È una grande società di investimento di proprietà statale, la cui istituzione è stata approvata dal Consiglio di Stato. È uno dei più grandi fondi sovrani nel mondo. Nel capitolo quarto si descrivono i dettagli della sua situazione.
- La SAFE Investment Company è una società d'investimento costituita in Hong Kong, di cui il 99% della partecipazione è detenuto dal State Administration of Foreign Exchange of China (un'istituzione dello Stato che gestisce le attività estere), perciò la proprietà non appartiene completamente al governo centrale. I fondi sovrani devono essere completamente controllati dal governo centrale, il quale deve essere l'unico azionista.
- Il National Social Security Fund è un fondo, a cui il governo attribuisce una

---

<sup>1</sup> SWF Institute è un'organizzazione globale dedicata a studiare i fondi sovrani, le pensioni pubbliche, le banche centrali e altri investitori pubblici a lungo termine nelle aree dell'investimento, dell'asset allocation, del rischio, della governance, dell'economia, della politica, del commercio e delle altre questioni rilevanti.

parte delle pensioni pubbliche o private, al fine di conservare o aumentare il loro valore. La sua disponibilità finanziaria proviene principalmente da previdenza sociale, perciò la definizione di tali fondi non è conforme con il termine di fondi sovrani comunemente inteso, quindi non è appropriato includerlo come un fondo sovrano.

- In Cina, il China-Africa Development Fund è attualmente il più grande fondo di private equity e il primo fondo di private equity che si concentra sugli investimenti in Africa, il quale è finanziato e appaltato da China Development Bank. Pertanto, la sua origine non corrisponde alla definizione del fondo sovrano in senso stretto.

2) La provenienza delle disponibilità finanziarie è principalmente dovuta a riserve di valuta estera e ai ricavi da export di materie prime. Questa parte di fonti di finanziamento è stabile, e ha la caratteristica della sovranità.

3) Dal punto di vista della durata di investimento, al fine di conseguire gli obiettivi nazionali a lungo termine, gli investimenti dei fondi sovrani si concentrano maggiormente sul rendimento a lungo termine, quindi il periodo di investimento è generalmente più lungo.

4) Dal punto di vista del funzionamento, la gestione dei fondi sovrani è principalmente realizzata attraverso le istituzioni speciali di investimento che

sono indipendenti dalle autorità monetarie e dal dipartimento finanziario; hanno generalmente una solida struttura di corporate governance.

5) I settori in cui i fondi sovrani investono sono principalmente i mercati finanziari internazionali. Ma se è necessario, per risolvere i loro problemi economici interni o mantenere la sicurezza economica stabile e la sovranità, possono passare al mercato interno per integrare liquidità interna e le riserve ufficiali inadeguate.

6) Lo scopo principale dei paesi nella creazione dei fondi sovrani è ottenere un rendimento sugli investimenti. I proventi di investimenti sono in grado di fornire sicurezza finanziaria per la vita futura dei cittadini. Pertanto, nell'ambito del rischio controllabile si cerca sempre di perseguire un ritorno maggiore negli investimenti. Questo rende i fondi sovrani in grado di sopportare un maggior rischio negli investimenti e un alto grado di specializzazione negli investimenti orientato al mercato. Tuttavia, la natura della proprietà dei fondi sovrani fa sì che essi siano diversi dagli altri istituti finanziari che hanno come scopo il puro perseguimento dell'obiettivo di tipo lucro; invece i fondi sovrani devono svolgere un ruolo nel realizzare lo sviluppo strategico dell'economia nazionale e nel sostenere la stabilità monetaria. Ad esempio, Temasek Holdings di Singapore ha preso il controllo di quasi il 50% delle imprese nazionali. Attraverso una vigilanza efficace e investimenti strategici commerciali, ha dato

vita a molte aziende di livello mondiale a Singapore, in modo da dare un contributo strategico allo sviluppo di Singapore.

## 1.3 Possibili classificazioni

### 1.3.1 Classificazione in base alla provenienza delle disponibilità finanziarie

Si distinguono due classi :

#### 1) commodity funds

Le loro disponibilità finanziarie derivano principalmente dalle esportazioni di petrolio, gas naturale, rame, diamanti e altre risorse naturali. Soprattutto i fondi sovrani dei paesi esportatori di petrolio, come Medio Oriente, Russia e Norvegia, tra cui i più famosi sono la Abu Dhabi Investment Authority (Adia) posseduta dal governo di Abu Dhabi e il Norwegian Government Pension Fund-Global posseduto da Norvegia.

#### 2) non-commodity funds

Le loro disponibilità finanziarie derivano dai saldi attivi di bilancia commerciale e surplus fiscali. Gli attori più rappresentativi sono i paesi asiatici export-oriented come la Cina, la Malaysia e il Singapore. Ad esempio Temasek Holdings e Government Investment Corporation (Gic), entrambi di proprietà del governo di Singapore, e China Investment Corporation (Cic) della Cina.

Gli ultimi dati del SWF Institute mostrano che i fondi provenienti da petrolio e gas rappresentano il 59% dei fondi sovrani, mentre i fondi provenienti da

altre origini occupano il restante 41%.

### 1.3.2 Classificazione in base agli obiettivi

Con riferimento al “Global Financial Stability Report” del International Monetary Fund (IMF) nel 2007, si distinguono cinque classi:

#### 1) fondi di stabilizzazione

Tali fondi sono fondati dai paesi con ricche risorse naturali, con lo scopo di ridurre gli effetti negativi portati dalle fluttuazioni nei prezzi delle materie prime e di stabilizzare i proventi finanziari. Le attività di investimento di questi tipi di fondi hanno un carattere di tipo conservativo, i capitali sono generalmente concentrati sulle attività a reddito fisso, piuttosto che sulle azioni.

#### 2) fondi di risparmio

L'obiettivo di questi fondi consiste nel convertire risorse non rinnovabili in portafoglio diversificato a beneficio delle generazioni future o di perseguire altri obiettivi a lungo termine. I maggiori fondi dei paesi del Golfo rientrano in questo tipo. Questo tipo di fondi si concentra sugli investimenti a lungo termine, investendo in azioni e obbligazioni.

#### 3) società di investimento delle riserve

La creazione di questo tipo di fondi sovrani ha come scopo quello di ridurre il costo della detenzione delle riserve valutarie nonché di ottenere un reddito più alto. Tali fondi adottano una strategia di investimento più aggressiva.

#### 4) fondi di sviluppo

Questi fondi sono nati con lo scopo di finanziare progetti di sviluppo socioeconomico o di promuovere specifiche politiche industriali.

#### 5) fondi pensione

Tali fondi hanno l'obiettivo di far fronte all'indebitamento pensionistico, utilizzando fonti diverse dai normali schemi pensionistici.

### 1.3.3 Classificazione in base allo scopo della creazione

Sulla base delle ragioni di creazioni dei fondi sovrani, Chen chao(2006) suddivide in cinque classi:

#### 1) stabilization oriented funds

L'obiettivo di tali fondi consiste nella realizzazione dello smoothing intertemporale del reddito nazionale per garantire al governo una fonte di reddito stabile dopo l'esaurimento delle risorse naturali e ridurre l'impatto delle fluttuazioni impreviste del reddito nazionale sull'economia.

#### 2) sterilization oriented funds

I paesi rappresentativi di questi fondi sono i paesi emergenti in possesso di grandi dimensioni di riserve di valuta estera. Gli obiettivi sono sostenere le banche centrali nella ripartizione delle riserve di valuta estera e stornare la liquidità in eccesso, raggiungendo così l'obiettivo di stabilizzare il tasso di cambio, aumentare l'efficacia dell'attuazione della politica monetaria.

#### 3) savings oriented funds

Per far fronte all'invecchiamento della popolazione e l'ottenimento di un



reddito sufficiente a sostenere il sistema pensionistico nazionale dopo l'esaurimento dei ricavi dovuti alle risorse non rinnovabili, questi fondi cercano di accumulare ricchezza per le generazioni future, realizzando il trasferimento intergenerazionale della ricchezza, in modo che i proventi delle risorse si redistribuiscano tra le generazioni in modo più equo.

#### 4) preventive funds

Lo scopo di questi fondi consiste nel migliorare la capacità di uno Stato di resistere alla crisi economica, alle guerre e ai disastri naturali in un ambiente in cui sia l'economia che la politica internazionale sono molto variabili. Per far sì che anche dopo uno shock inatteso, lo sviluppo economico può essere ripristinato in modo molto veloce, tale da raggiungere uno sviluppo economico e sociale sostenibile e stabile.

#### 5) strategy oriented funds

Questi fondi hanno come obiettivo il sostenimento delle strategie nazionali di sviluppo al fine di ottimizzare l'allocazione delle risorse su scala globale, e migliorare la competitività internazionale delle imprese nazionali.

### 1.4 I diversi interlocutori

Oggi, il ruolo dei fondi sovrani nel sistema finanziario globale è diventato sempre più importante, dove sono entrate in gioco le sei forze riportate di seguito (vedi Fig1.1):

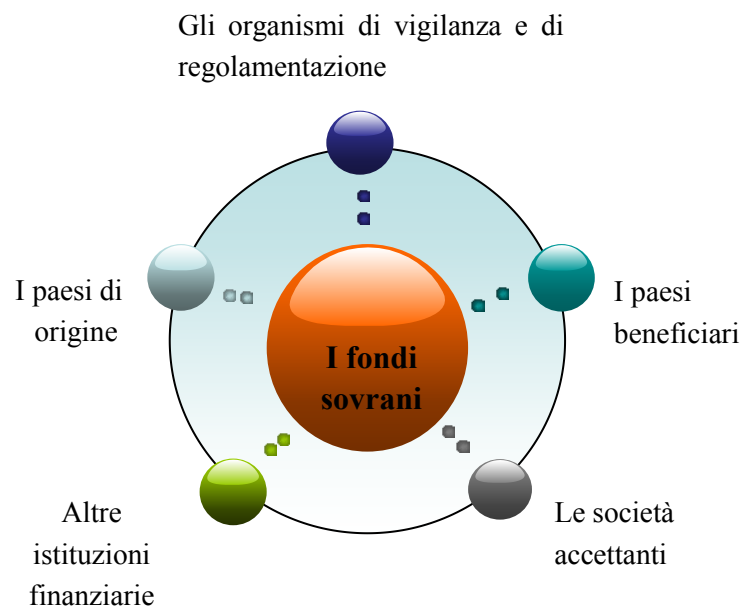


Fig1.1 Gioco delle sei parti  
Fonte: Monitor Group

### 1) I fondi sovrani

**Benefici:** Essi a parità di altre istituzioni possiedono le stesse opportunità e talenti per il raggiungimento e il mantenimento di un livello di gestione professionale maturo, così come sono in grado di competere con i altri capitali finanziari.

**Preoccupazioni:** I fondi sovrani sperano di avere un'autonomia propria sufficiente, evitare i requisiti di aumentare la trasparenza e di essere vigilati. Cercano di fare le cose discretamente, per evitare conflitti politici quando investono in paesi esteri.

### 2) I paesi di origine

**Benefici:** Il vantaggio dell'utilizzo dei fondi sovrani per i paesi di origine è quello di

ottenere un maggiore ritorno sugli investimenti, realizzare la diversificazione e la flessibilità della ricchezza nazionale.

Preoccupazioni: Essi sperano che gli altri possono trattare i fondi sovrani come forza finanziaria affidabile, quindi devono combattere gli oppositori di tali fondi ed evitare i possibili comportamenti che derivano dal conflitto politico a causa della protezione commerciale.

### 3) I paesi beneficiari

Benefici: Accolgono gli investitori stranieri responsabili, in modo da aumentare l'apertura a livello economico; mentre le imprese possono ottenere capitale estero a condizioni favorevoli. A lungo termine, si possono approfondire le intese, coltivare vantaggi reciproci e realizzare uno scenario in cui vincano entrambe le parti.

Preoccupazioni: Sono preoccupati che i paesi di origine possono usare l'investimento come pretesto per avviare l'attività di spionaggio commerciale o politica. Per questo motivo i paesi beneficiari devono tenere sotto l'occhio i fondi sovrani dei paesi non amichevoli e fondi sovrani non ad alta trasparenza, in modo tale da limitare i possibili comportamenti non finanziari.

### 4) Gli organismi di regolamentazione e di vigilanza multilaterali

Benefici: Lasciare che le imprese, le banche, i fondi assicurativi, i fondi pensione, i hedge funds, i fondi di private equity e i fondi sovrani entrino nei mercati mondiali dei capitali con il principio di parità, al fine di garantire il libero flusso del capitale globale. Tali organismi forniscono anche una equa

piattaforma competitiva per tutti gli investitori, mantenendo la stabilità finanziaria globale.

Preoccupazioni: Sono preoccupati che i fondi sovrani possono cambiare le regole del gioco del mercato. Essi ritengono che il costo del capitale dei fondi statali può essere inferiore a quello dei fondi privati, in quanto i fondi sovrani possono anche ottenere informazioni attraverso altre istituzioni nazionali, aumentando così le asimmetrie informative. Pertanto, è necessario definire delle regole speciali per i fondi sovrani, comprendenti la definizione degli standard di trasparenza e il controllo degli investimenti permessi.

#### 5) Altre istituzioni finanziarie

Benefici: Vogliono che i fondi sovrani diventino il loro partner, co-investitori o clienti. Attraverso i contatti con i fondi sovrani tali istituzioni possono avere nuove opportunità, inoltre hanno la possibilità di fornire servizi di gestione, ricerca e analisi a supporto dei fondi sovrani, perciò vogliono o sperano di creare un team con tali fondi.

Preoccupazioni: Tuttavia i fondi sovrani possono anche essere visti come concorrenti, nel caso in cui non ci sia la possibilità di cooperazione i fondi sovrani possono costituire una grande minaccia per tali istituzioni finanziarie poichè sono di proprietà dello Stato e quindi possono ottenere vantaggi particolari(basso costo dei capitali, priorità di accesso alle informazioni). Inoltre, la crescente dimensione dei fondi sovrani costituisce un segnale allarmante per queste istituzioni finanziarie.

## 6) Le società accettanti investimenti dai fondi sovrani

**Benefici:** L'accettazione degli investimenti dai fondi sovrani comporta diversi vantaggi per le società: ottenimento dei capitali esteri, la possibilità di accedere ai mercati esteri. Le società accettanti sono favorevoli ad accogliere investitori a lungo termine, in quanto è improbabile che possano influenzare la strategia di business o ridurre gli investimenti.

**Preoccupazioni:** Se una società riceve investimenti dai fondi sovrani, questi ultimi possono influenzare il suo accesso ai mercati dei paesi non in buoni rapporti con lo Stato possessore di tali fondi sovrani, ciò potrebbe comportare la perdita di alcune opportunità appetibili di investimento in questi paesi; inoltre questo rapporto con i fondi sovrani può impedire alle società di entrare in alcuni settori sensibili della politica. Devono cercare di evitare le potenziali crisi di pubbliche relazioni ma nello stesso tempo non devono farsi influenzare da interessi politici nel loro processo decisionale.

## 1.5 La storia, il presente e la prospettiva

### 1.5.1 Un pò di storia

La prima istituzione dei fondi sovrani si può far risalire nel 1953, Kuwait per ridurre la dipendenza dalle risorse petrolifere ha istituito il Kuwait Investment Board, che poi diviene la Kuwait Investment Authority(Kia). Attraverso i redditi derivati da export del petrolio attuano gli investimenti al fine di compensare le fluttuazioni del prezzo del petrolio con l'obiettivo di

stabilizzare l'economia. Attualmente, la dimensione patrimoniale della Kia è aumentata a circa 410 miliardi di dollari.

Un altro fondo nato tra i primi fondi sovrani è il Revenue Equalization Reserve Fund creato dall'amministrazione coloniale britannica delle isole Gilbert nel 1956. Le provenienze della disponibilità finanziaria sono le rendite derivate da export delle risorse di guano che sono ricche di miniere di fosfato. Attualmente la dimensione del fondo è salita fino a 636 milioni di dollari. Rispetto al Pil delle isole che ora contribuiscono la Repubblica di Kiribato, sia lo stock di capitali accumulati che il reddito generato dal fondo sono di grandi dimensioni e rappresentano una delle principali fonti di reddito per la nazione.

Dopo la crisi del petrolio negli anni '70, come rappresentativi dei fondi sovrani l'Adu Dhabi Investment Authority (creato attraverso l'export delle risorse petrolifere), il Government Investment Corporation e il Temasek Holdings (entrambi creati attraverso l'esportazione di merci), segnalano un periodo di rapido sviluppo. Fino al febbraio 2014, le loro dimensioni avevano raggiunto rispettivamente 773 miliardi di dollari, 285 miliardi dollari e 173,3 miliardi di dollari, e raggiunsero rispettivamente le posizioni di secondo, ottavo e nono dei grandi fondi sovrani a livello mondiale.

Dagli anni '90, iniziò per i fondi sovrani un periodo di grande prosperità superando i livelli storici sia in termini di numero e che di dimensione. In questo periodo vengono istituiti numerosi fondi: l'Oil Stabilization Fund dell'Iran (1999), la Korea Investment Corporation (Kic) della Corea del Sud (2005), l'Oil

Stabilisation Fund russo che poi divenne National Wealth Fund (2008) e il Norwegian Government Pension Fund-Global con 838 miliardi dollari di assets, diventando il più grande fondo sovrano nel mondo.

### 1.5.2 Perché nascono i fondi sovrani ?

La rapida crescita dei fondi sovrani è strettamente legata ai cambiamenti strutturali dell'economia mondiale e alle esigenze di sviluppo attuali all'interno dei paesi. Attraverso l'osservazione dello sviluppo dei fondi sovrani a partire dagli anni cinquanta del ventesimo secolo è possibile scoprire come le economie emergenti e i paesi esportatori di risorse con enorme avanzo della bilancia dei pagamenti e il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti hanno rappresentato lo sfondo principale per la creazione e lo sviluppo dei fondi sovrani.

1) Irrazionalità del sistema monetario internazionale e squilibri globali di sviluppo economico.

Il sistema di Bretton Woods dopo la seconda guerra mondiale ha istituito il regime a cambi fissi in cui il dollaro era ancorato all'oro, le altre valute erano ancorate al dollaro attraverso il cosiddetto sistema a "doppio gancio". Questo sistema monetario internazionale aveva essenzialmente stabilito il ruolo di egemonia internazionale del dollaro. Gli Stati Uniti erano al centro del sistema monetario internazionale, gli altri paesi erano nella periferia del sistema. Sebbene dopo lo scioglimento del sistema di Bretton Woods, il ruolo

internazionale del dollaro era diminuito, per un lungo periodo di tempo il dollaro occupa ancora una posizione dominante, circa il 60% delle riserve di valuta estera sono presenti sotto forma di dollari e le transazioni di commodity sono principalmente quotate in dollari.

Sotto lo sfondo degli squilibri economici globali, i paesi sviluppati hanno un deficit commerciale a lungo termine, mentre per i paesi con un'economia relativamente meno sviluppata vi è stato un surplus commerciale a lungo termine (vedi Fig1.2). Negli ultimi anni, con i cambiamenti della strategia economica, gli Stati Uniti hanno adottato la politica di de-industrializzazione, trasferendo la produzione verso i paesi asiatici emergenti, provocando così un continuo deficit della bilancia dei pagamenti internazionali. Mentre per i principali paesi emergenti, a causa di una strategia economica orientata alle esportazioni, la bilancia dei pagamenti internazionali è sempre in avanzo, accumulando grandi riserve valutarie, ben oltre la normale esigenza (vedi Fig1.3). Il continuo deficit dei conti correnti americani e la continua stampa dei dollari per sostenere l'economia interna causano una continua svalutazione del dollaro; dall'altro lato, comporta per i nuovi paesi industrializzati e per i paesi produttori di petrolio, che hanno accumulato grandi quantità di riserve di valuta estera, una grave contrazione di valore. Per i paesi detentori di riserve in valuta estera, la costituzione dei fondi sovrani per effettuare investimenti multi-canale, è un modo efficace per risolvere la contrazione di valore delle attività in dollari statunitensi.



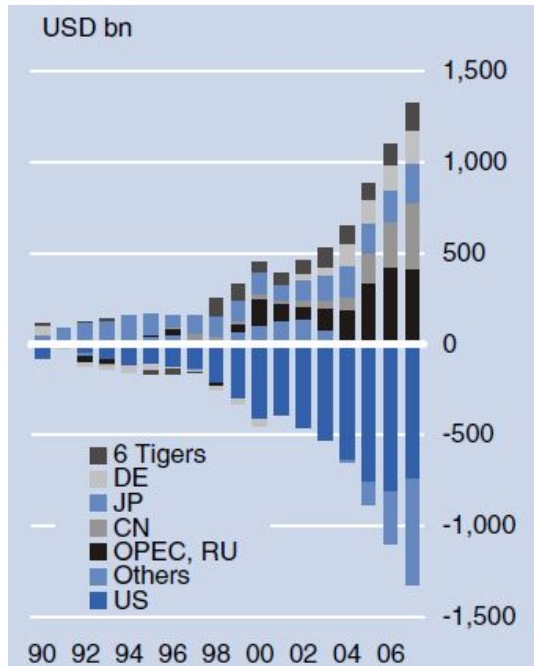


Fig1.2 Current account balances

Fonte: IMF, World Economic Outlook

Nota: 6 tigers - India, Indonesia, Malaysia, Philippines, South Korea e Taiwan

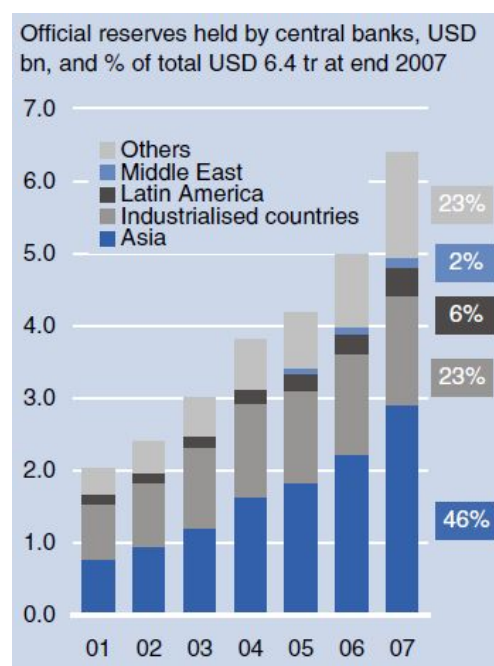


Fig1.3 Official reserves

Fonte: DB Research, Bank for International Settlements

## 2) Il crescente aumento del prezzo delle risorse nel mondo

L'enorme dimensione di capitale dei fondi sovrani è strettamente legata agli aumenti di prezzo riguardanti il petrolio, il gas naturale e le altre risorse naturali. Il surplus di valute estere e la riserva di capitale investiti nei fondi sovrani derivano principalmente dai ricavi dovuti all'esportazione del petrolio, del gas naturale e delle altre risorse naturali. Nel 1998 il prezzo del petrolio internazionale era di 18 dollari/barile, mentre nel 2008 tale prezzo è salito addirittura fino al 150 dollari/barile (vedi Fig1.4); per quanto riguarda il gas naturale il suo prezzo è aumentato dal 15 dollari/mmbtu al 80 dollari/mmbtu (vedi Fig1.5). Durante questo periodo sono i 33 paesi che hanno fondato i fondi sovrani, gran parte del capitale deriva dai ricavi dell'esportazione delle risorse di energia, questo fenomeno ha confermato l'esistenza di una

relazione direttamente proporzionale tra il prezzo del petrolio internazionale e la scala dei fondi sovrani.

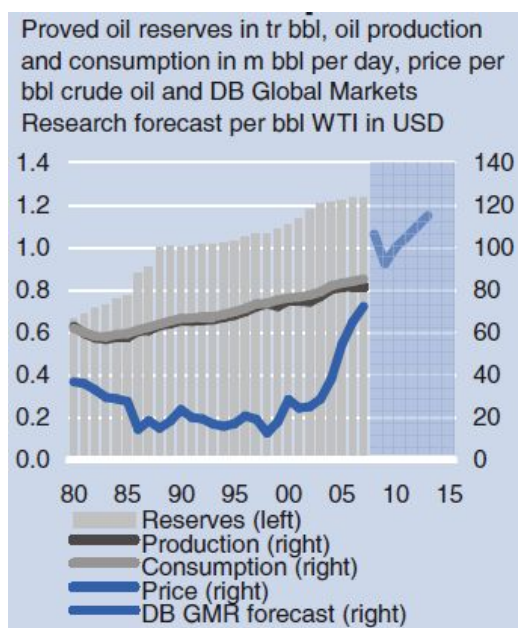


Fig1.4 Oil reserves and price trends

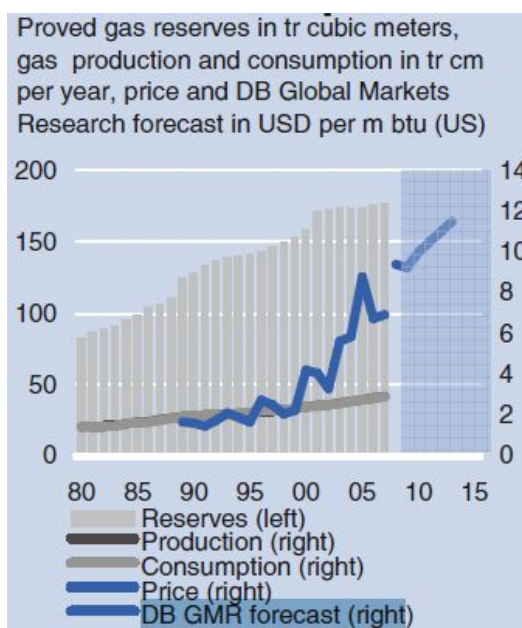


Fig1.5 Gas reserves and price trends

Fonte: BP Statistical Review of World Energy, June 2008, DB Research

I paesi esportatori di risorse hanno una struttura economica troppo uniforme, la crescita della loro economia e i proventi finanziari derivano principalmente dai ricavi dell'esportazione delle risorse. Nei periodi di fluttuazione economica tali paesi fanno troppo affidamento sui prezzi di tali risorse, una volta che si verifica uno sbalzo riguardante i prezzi delle risorse internazionali, l'economia interna dei paesi può subire un grande shock. Inoltre, la natura non rinnovabile di queste risorse fa sì che i vari paesi sono sempre più propensi a trovare nuove strade per mantenere un continuo sviluppo dell'economia, per uscire dalla cosiddetta "maledizione delle risorse" (Diversi studiosi di economia hanno scoperto che lo sviluppo economico dei paesi ricchi di risorse naturali è spesso indietro rispetto ai paesi poveri di tali

risorse. Tanto più alto il rapporto tra i ricavi dovuti all'esportazione delle risorse naturali rispetto al GDP tanto più lenta è la crescita economica. Questo fenomeno misterioso viene chiamato "La maledizione delle risorse"). Un altro difetto dei paesi che basano le proprie economie sull'esportazione delle risorse è il cosiddetto "The Dutch Disease" (Questo fenomeno si manifesta quando nei piccoli Stati, il livello di prosperità troppo elevato in un settore causa un declino in tutti gli altri settori. Tale situazione si era verificato negli anni '80 nei Paesi Bassi dopo la scoperta del petrolio, per questo motivo viene chiamato "The Dutch Disease"). Per permettere alle generazioni future di mantenere uno sviluppo sostenibile, i paesi esportatori di petrolio hanno tentato in tutti i modi di cercare di costituire un fondo duraturo tale da permettere un investimento a lungo termine, quindi la creazione dei fondi sovrani rappresenta una buona soluzione.

3) La globalizzazione economica fornisce un buon ambiente per il funzionamento dei fondi sovrani .

La globalizzazione dell'economia è una delle caratteristiche più importanti nell'economia contemporanea internazionale; attraverso il commercio verso l'estero, i flussi di capitale, il trasferimento tecnologico e la fornitura dei servizi le varie entità del sistema economico si appoggiano e si limitano a vicenda, le relazioni tra queste entità hanno formato un organismo a livello mondiale. Un diretto beneficio portato dalla globalizzazione economica è il graduale crollo della barriera dell'investimento tra i diversi paesi, questo fa sì che i settori di

investimento che prima erano severamente vietati, poichè coinvolgevano sicurezza e gli interessi bellici dei paesi, ora vengono gradualmente aperti. La globalizzazione della tecnologia, che ha come centro la tecnologia dell'informazione, è un aspetto importante della globalizzazione economica. La globalizzazione della tecnologia fornisce un supporto tecnico per i fondi sovrani. La tecnologia informatica permette un rinnovo continuo delle infrastrutture finanziarie, ha condotto alla invenzione e all'applicazione dei nuovi metodi di investimento o servizi finanziari e degli strumenti derivati finanziari, tutto ciò ha comportato un'enorme efficacia nella negoziazione finanziaria. Se l'unificazione dei mercati ha permesso ai fondi sovrani di eliminare le barriere istituzionali nell'allocazione degli assets a livello mondiale, la globalizzazione tecnologica ha risolto problemi concreti riguardante la tecnologia, fornendo inoltre convenienza tecnologica a tale allocazione degli assets, in modo tale da renderla possibile.

### 1.5.3 La situazione attuale

Nonostante i fondi sovrani abbiano un'origine molto recente, il loro vero sviluppo è iniziato dopo il 2000. Insieme al continuo progresso del processo di globalizzazione economica e dell'integrazione finanziaria, il numero e le dimensioni dei fondi sono in continuo aumento. Secondo i dati statistici del The City UK nel 2011 (vedi Fig1.6), la scala dei fondi sovrani ha superato quella degli hedge funds e quella dei fondi di private equity, che sono i principali

investitori nei mercati globali dei capitali. Tuttavia era ancora sotto quella degli investitori tradizionali come i fondi pensione, i fondi assicurativi e i fondi comuni. La scala dei fondi sovrani costituisce solo il 16% dei fondi pensione che sono i più grandi investitori del mondo. I dati di ricerca pubblicati dalla SWF Institute<sup>2</sup> mostrano che attualmente nel mondo sono presenti più di 30 Stati che hanno istituito in totale 74 fondi sovrani, dove sono 48 quelli creati dopo il 2000, occupando più della metà del totale.

Fino al 31 dicembre 2013, l'entità dei fondi sovrani globale è pari a 6.100 miliardi di dollari, rispetto al 2012 è aumentata del 14.87% (vedi Fig1.7). Secondo le previsioni della Deutsche Bank (2008), i fondi sovrani manterranno il tasso di crescita del 15% ogni anno, diventando importanti investitori istituzionali nel mercato finanziario internazionale.

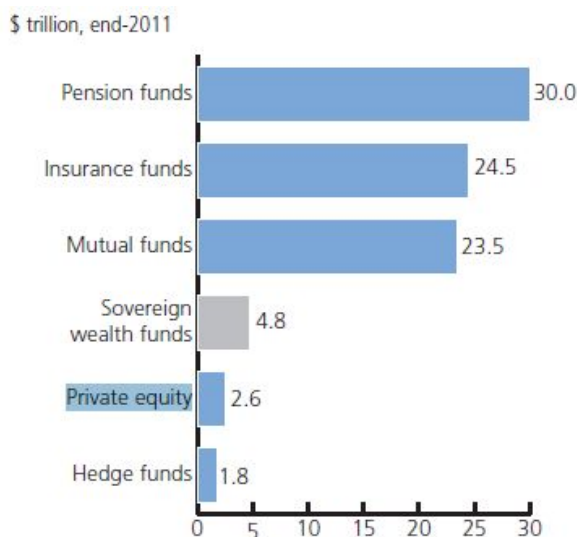


Fig1.6 Global assets under management  
Fonte: TheCityUK preliminary estimates

<sup>2</sup> <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

Sep2007	Dec2007	Mar2008	Jun2008	Sep2008	Dec2008	Mar2009	Jun2009	Sep2009	Dec2009	Mar2010
3,265	3,259	3,427	3,916	4,061	4,149	3,758	3,801	3,924	4,032	4,062
Jun2010	Sep2010	Dec2010	Mar2011	Jun2011	Sep2011	Dec2011	Mar2012	Jun2012	Sep2012	Dec2012
4,119	4,166	4,418	4,563	4,743	4,859	4,842	5,007	5,031	5,147	5,198
Mar2013	Jun2013	Sep2013	Dec2013							
5,402	5,489	5,999	6,106							

Fig1.7 Recent sovereign wealth fund market size by quarter

Fonte: SWF Institute

Di norma a livello internazionale i fondi sovrani vengono suddivisi in commodity funds e non-commodity funds a seconda che le sue provenienze derivano dal petrolio, gas naturale o meno. Secondo questo criterio di classificazione, attualmente ci sono 23 non-commodity funds, che occupano il 31% del numero totale dei fondi sovrani, la parte restante sono commodity funds. Poichè l'origine dei non-commodity funds deriva dal surplus delle valute estere, queste fonti di capitali possono essere relativamente grande, quindi dal punto di vista della dimensione, questi due tipi di fondi sovrani non sono molto diversi (vedi Fig1.8).

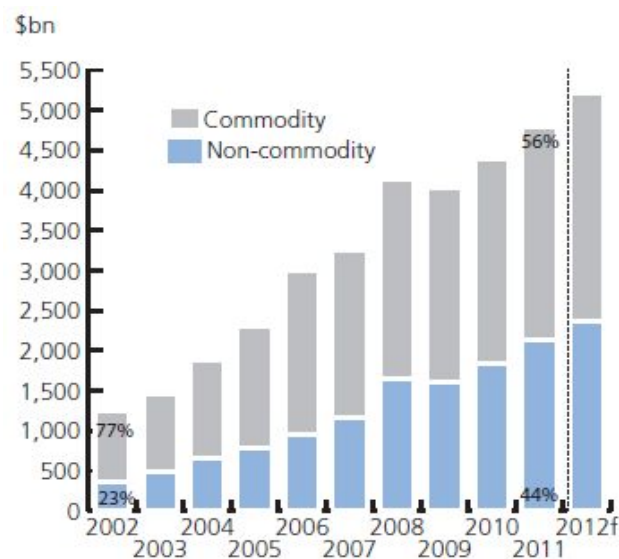


Fig1.8 SWFs' assets under management

Fonte: SWF Institute; TheCityUK estimates

Di seguito vengono analizzate le caratteristiche più importanti degli investimenti dei fondi sovrani dal punto di vista della provenienza geografica dei fondi sovrani, della destinazione geografica degli investimenti, degli investimenti azionari e della distribuzione settoriale degli investimenti.

Dal punto di vista della provenienza geografica, i fondi sovrani hanno dimostrato una distribuzione non equa, cioè sono concentrati maggiormente nei paesi esportatori di risorse e nei paesi emmergenti. Per quanto riguarda la posizione geografica (vedi Fig1.9) i fondi sono incentrati nel Medio Oriente e nell'Asia. Secondo i dati riportati dal SWF Institute, la dimensione dei fondi sovrani del Medio Oriente e dell'Asia è uguale rispettivamente al 35% e al 40% del totale, il verificarsi di tale situazione è strettamente legato al suo sfondo storico.

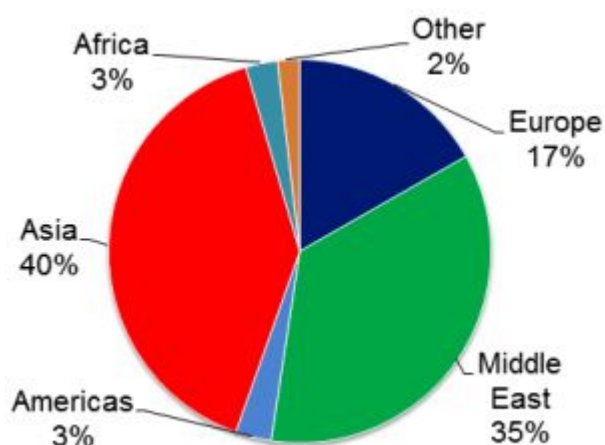


Fig1.9 SWFs by region  
Fonte: SWF Institute

Dal punto di vista della destinazione degli investimenti, gli investimenti dei fondi sovrani sono principalmente destinati all'Asia, all'Europa e agli USA,

creando una forma di equilibrio costituito dai tre pilastri (vedi Fig1.10). Riguardo agli investimenti in Asia, principalmente è dovuto al fatto che in quest'area sono concentrati molti paesi emergenti, in modo tale da ottenere ritorni dagli investimenti dovuti alle economie in forte crescita. Mentre gli investimenti orientati nelle aree europee e americane sono favoriti dal fatto che il loro sistema economico è sano, quindi garantisce un ritorno sicuro degli investimenti.

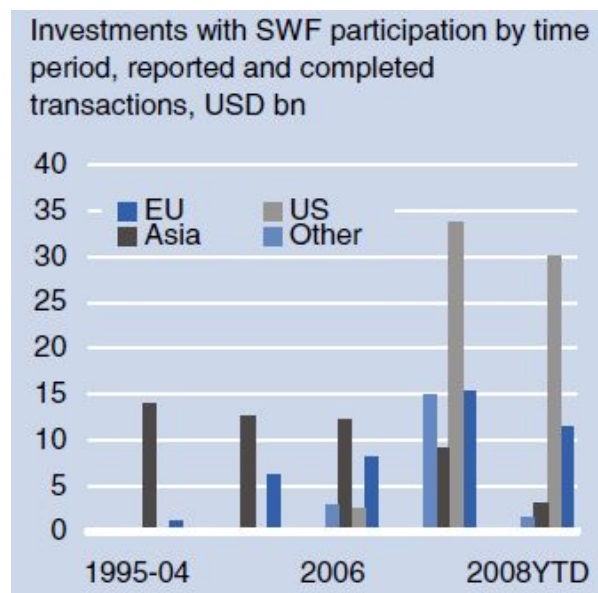


Fig1.10 SWFs investments  
Fonte: DB Research, Dealogic

Dal punto di vista degli investimenti azionari, secondo quanto riportato dai dati di Deutsche Bank (2008), i fondi sovrani investiti nelle singole società quotate sono inferiori al 10% del totale, si può dire che i fondi sovrani sono più prudenti nella detenzione delle partecipazioni azionarie, attuando una strategia di diversificazione degli investimenti, senza cercare di controllare i settori o le società. Attraverso lo studio delle caratteristiche delle azioni



detenute è possibile scoprire che i fondi sovrani sono più propensi alle azioni a basso rischio, ad esempio il Temask holdings di Singapore, che ha investito la maggiore parte del proprio portafoglio azionario nelle banche importanti, soprattutto in Barclays bank, China Construction Bank, Standard Chartered Bank Ltd eccetera.

Dal punto di vista delle caratteristiche dei settori di investimento (vedi Fig1.11), si può notare che il settore a cui maggiormente investono i fondi sovrani è quello finanziario, a dimostrare l'importanza di tale settore. Inoltre gli investimenti sono concentrati nei settori delle infrastrutture, dei servizi, dell'immobiliare e delle energie, dove tra questi settori la distribuzione è più equilibrata.

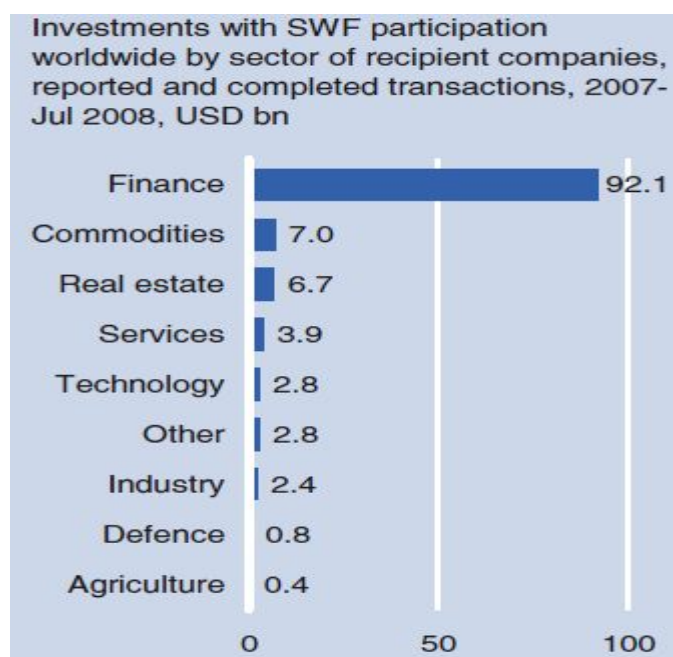


Fig1.11 Recent SWFs investments-sectoral trends  
Fonte: DB Research, Dealogic

#### 1.5.4 La tendenza di sviluppo

Lo sviluppo dei fondi sovrani presenta due onde di picco: il primo picco dell'onda era nel 1973-1974, dopo la prima crisi petrolifera; a causa delle preoccupazioni circa l'esaurimento delle risorse petrolifere, i produttori di petrolio del Medio Oriente hanno creato una varietà di fondi sovrani. Da quel momento in poi, i paesi esportatori di petrolio diventano i principali titolari di fondi sovrani del mondo. Il secondo picco dell'onda è iniziato nei anni '90. La Malaysia, la Corea del Sud, Taiwan, Hong Kong, come rappresentativi delle economie asiatiche emergenti, hanno accumulato grandi riserve di valute estere e cominciano a creare attivamente fondi sovrani.

In questi anni, grazie all'enorme incremento dei prezzi mondiali del petrolio e alla crescente espansione commerciale internazionale, lo sviluppo dei fondi sovrani è molto rapido, e le sue manifestazioni di nuove caratteristiche sono le seguenti:

- 1) Il numero dei fondi sovrani e la dimensione complessiva sono in continua crescita, comprendente anche l'espansione del singolo fondo sovrano.

In seguito all'aumento delle riserve ufficiali globali e dei petrodollari (il termine petrodollari è stato proposto la prima volta dal professore di economia Ibrahim Oweiss della Georgetown University nel 1973; è usato per descrivere nei primi anni dei anni '70, a causa della crisi petrolifera, grandi ricchezze guadagnate dai paesi OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) denominate in dollari), la creazione dei fondi sovrani costituisce una

scelta realistica per molti paesi, perciò la tendenza di crescita dei fondi sovrani continuerà ad aumentare, nonché la sua dimensione. Inoltre, ci sono sempre versamenti di capitale da parte dei governi, ad esempio la Kuwait Investment Authority (KIA) trasferisce il 10% dei ricavi del governo al Future Generations Fund (FGF) ogni anno, e così aumenta anche la dimensione del singolo fondo sovrano.

Secondo la previsione di Morgan Stanley (2007), la scala dei fondi sovrani raggiungerà i 12000 miliardi di dollari nell'anno 2015 (vedi Fig1.12). La dimensione di molti fondi sovrani ormai non si differenzia da quella dei fondi pensione o da quella di gestori delle risorse della banca centrale. I numeri di fondi provenienti da petrolio e gas rappresentano i 2/3 dei fondi sovrani totali, tale rapporto subirà un graduale decremento, e raggiungerà il 50%. Basandosi su tale previsione, la percentuale dei non-commodity funds supererà quella dei commodity funds (vedi Fig1.13).

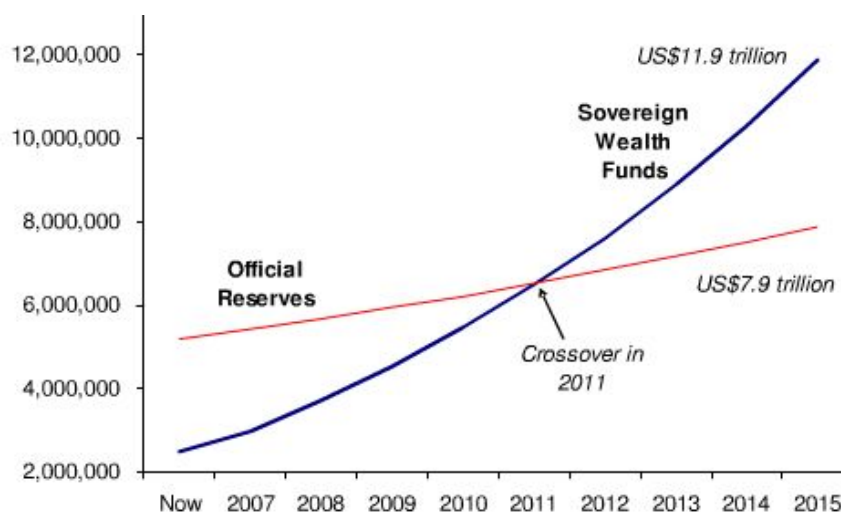


Fig1.12 Rapid growth of SWFs projected (USD million)  
 Fonte: Morgan Stanley Research estimates

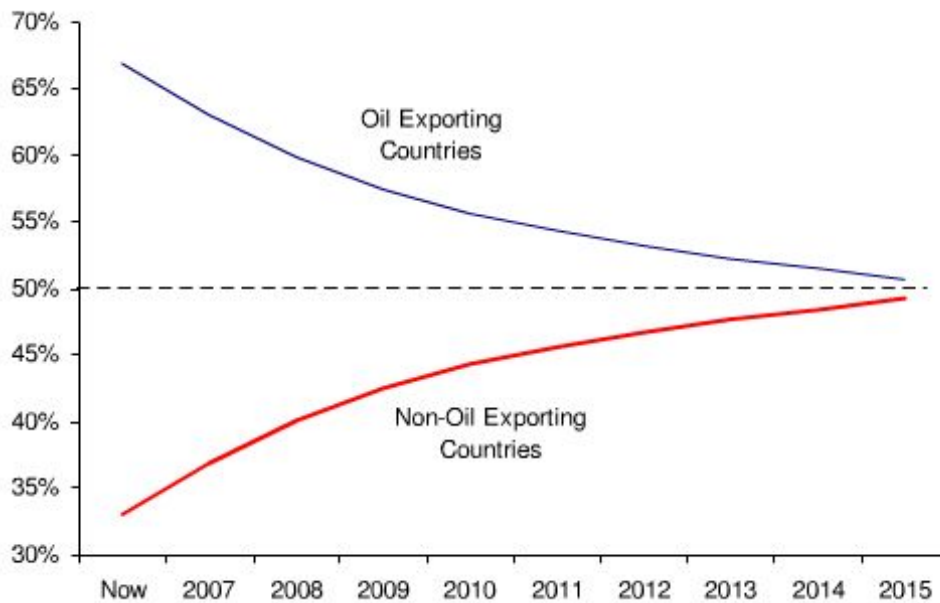


Fig1.13 Non-Oil Asian Exporters to Become More Important  
 Fonte: Morgan Stanley Research estimates

2) La modalità di gestione più flessibile e l’allocazione diversificata dei fondi sovrani.

In questi anni, in seguito alla rapida crescita del numero e della dimensione dei fondi sovrani, i loro investimenti sono più attivi, e i loro portafogli sono sempre più diversificati. L’aumento del grado di globalizzazione comporta l’aumento della gamma di investimenti. La barriera dell’investimento tra i diversi paesi sta crollando gradualmente. I settori e gli strumenti di investimento che prima erano severamente vietati, ora vengono gradualmente aperti. Questo fa sì che l’investimento reciproco tra i fondi sovrani di paesi diversi sia possibile. Nello stesso tempo la gamma di investimento si è trasformata dagli strumenti tradizionali e limitati del mercato dei capitali ai altri

veicoli di investimento alternativi. Nonostante la concentrazione del portafoglio di investimento per regioni e per settori è molto alta, già si comincia a mostrare un trend di diversificazione. Nei portafogli sono incluse non solo le azioni, i cui ritorni sono relativamente bassi e le attività a reddito fisso, ma anche investimenti relativi ad attività specifiche come private equity e hedge funds che hanno elevato rischio e elevato rendimento. La diversificazione dei fondi sovrani ha permesso di minimizzare il rischio e di massimizzare il rendimento. Ad esempio la Kuwait Investment Authority (Kia) a partire dal 2004 ha aumentato la detenzione di titoli azionari e strumenti alternativi e la sua esposizione ai mercati emergenti riducendo al tempo stesso i titoli obbligazionari americani. La quota investita in hedge funds e private equity è oggi arrivata al 15% del portafoglio di Kia che nel 2003 ne era privo.

## 1.6 Conclusioni

Sappiamo già la definizione, le caratteristiche, le classificazioni, la storia, le cause di formazione, la situazione attuale e il trend di sviluppo dei fondi sovrani. Nel prossimo capitolo impareremo l'impatto dei fondi sovrani sui mercati finanziari e i problemi che richiedono maggiore attenzione nel loro sviluppo.

## Capitolo 2. Gli effetti sui mercati finanziari

Negli ultimi anni, i fondi sovrani hanno investito attivamente nei mercati finanziari internazionali, attraverso la manifestazione volontaria della loro strategia d'investimento hanno causato disagi in alcuni paesi. Date le loro grandi dimensioni, ed inoltre la loro progressiva trasformazione della strategia di investimento, passata da un modello di gestione tradizionale (che ha come fine l'evitare dei rischi) a quello più diversificato e più tollerante al rischio l'attività di investimento del fondo sovrano causerà sempre più turbolenze nei mercati finanziari internazionali. La ricerca dell'impatto dei fondi sovrani sui mercati finanziari e sulla stabilità finanziaria assume una grande importanza per comprendere l'andamento dello sviluppo futuro dei fondi sovrani e dell'economia mondiale.

### 2.1 I fondi sovrani e la stabilità dei mercati finanziari

Da un lato, la creazione dei fondi sovrani ha avuto un impatto positivo sulla stabilità dei mercati finanziari globali. Il suo effetto stabilizzante si riflette nei seguenti fattori:

- 1) I fondi sovrani come investitori a lungo termine nei mercati finanziari non perseguono redditi a breve termine, hanno un impatto limitato sui prezzi delle attività, non si verifica mai la situazione in cui possano causare la bolla speculativa. I fondi sovrani perseguono un reddito a lungo termine dopo una

corretta gestione del rischio, a causa di un periodo di investimento abbastanza lungo possiedono un'alta tolleranza al rischio e una forte capacità di sopportare cicli economici, così durante i periodi di turbolenze finanziarie o di minacce da parte delle pressioni macroeconomiche, i fondi sovrani possono svolgere un ruolo importante per ripristinare la fiducia nei mercati finanziari e la stabilità nei mercati finanziari.

2) Diversamente da altre istituzioni finanziarie, i fondi sovrani utilizzano meno la leva finanziaria<sup>3</sup>, adottano una strategia di tipo "buy and hold" , non hanno bisogno di affrontare le pressioni causate da dividendi e redenzioni, non sussiste nessun problema riguardo alle vendite. Essi adottano una strategia di investimento più prudente, hanno un effetto positivo sulla stabilità del mercato finanziario. Di seguito vengono riportati i risultati del sondaggio dell'IWG, la maggior parte degli intervistati ha indicato che non possono usare la leva o il metodo del long/short sale (vedi Fig2.1).

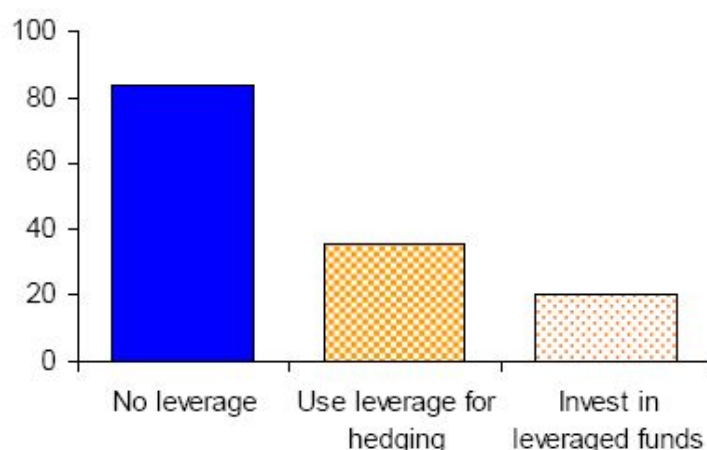


Fig2.1 Use of Leverage (% respondents)

Fonte: IWG

<sup>3</sup> Deutsche Bank Research. SWFs and foreign investment policies-an undate. October 22, 2008.

3) I fondi sovrani hanno un comportamento di investimento anticiclico, hanno un ruolo stabilizzante dei mercati finanziari. Quando si verifica la recessione o la crisi finanziaria, si verificano negli investitori una scarsa fiducia verso il futuro, cercano di ritirare gran parte dei fondi, quindi le istituzioni finanziarie sono in difficoltà di liquidità. I fondi sovrani come investitori a lungo termine hanno un minore bisogno di liquidità, durante la fase di contrazione di mercato fanno l'investimento inverso, tale comportamento svolge un buon ruolo nella stabilizzazione del mercato. Per esempio, dopo lo scoppio della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, si è verificata la crisi di liquidità a livello mondiale del cui provocato una grave mancanza di fiducia nel mercato; I fondi sovrani sfruttando i suoi vantaggi, la sua capacità di chiamare rapidamente e tempestivamente una gran quantità di denaro per i sistemi bancari fragili, immettendo la liquidità, hanno svolto un ruolo di stabilizzazione per i mercati finanziari (vedi Fig2.2).

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

Fig2.2 Principali interventi di ricapitalizzazione del sistema bancario statunitense da parte di SWFs

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



4) I fondi sovrani hanno meccanismi più rigorosi di controllo del rischio. I fondi sovrani hanno limitazioni sui tipi di investimento e sugli strumenti di investimento. Attualmente i fondi sovrani possono essere suddivisi in due tipi: giuridicamente indipendenti e non-indipendenti. I fondi sovrani non-indipendenti contengono una asset allocation relativamente tradizionale, la maggior parte delle attività sono limitate a titoli di Stato con rating elevato; Solo poche attività sono investite in partecipazioni e in titoli di credito con un rischio elevato. I fondi sovrani che possiedono la qualifica di essere giuridicamente indipendenti invece hanno altre classi di attività (vedi Fig2.3). Molti fondi sovrani hanno limiti sulla detenzione del numero di azioni in società, sulle diverse categorie d'investimento, sulle altre proprietà del portafoglio di attività<sup>4</sup>.

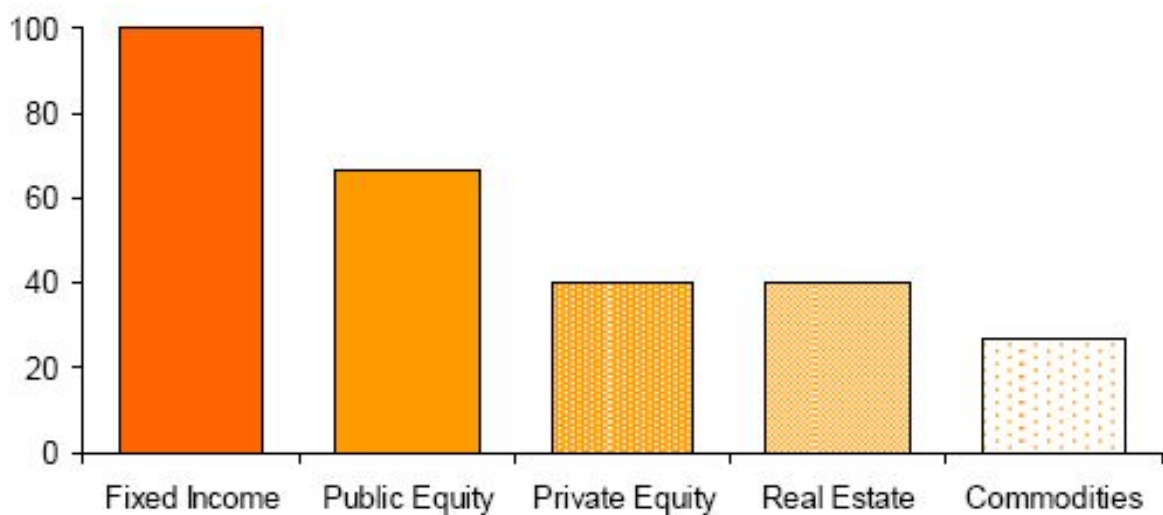


Fig2.3 Eligible Asset Classes (% respondents)

Fonte: IWG

<sup>4</sup> IWG. Survey of Institutional and Operational Practices of Sovereign Wealth Funds. September, 2008.

Inoltre i fondi sovrani attuano un approccio specifico di gestione del rischio<sup>5</sup>.

I metodi più comuni di misurazione e gestione del rischio sono credit risk rating, value at risk models (VaR), the tracking error, duration e liquidity weights. Di solito consistono in: controllare il rischio di credito attraverso una limitazione della quantità di titoli detenuti dall'emittente che appartengono a diversi rating di credito; Investire principalmente in titoli di borsa legale e usare investimenti diversificati per ridurre il rischio di liquidità; Controllare il rischio di cambio attraverso la politica di copertura e di limitazione della quantità di detenzione in valuta estera. Alcuni fondi sovrani fanno uso anche del metodo stress testing per valutare il livello complessivo del rischio (vedi Fig2.4).

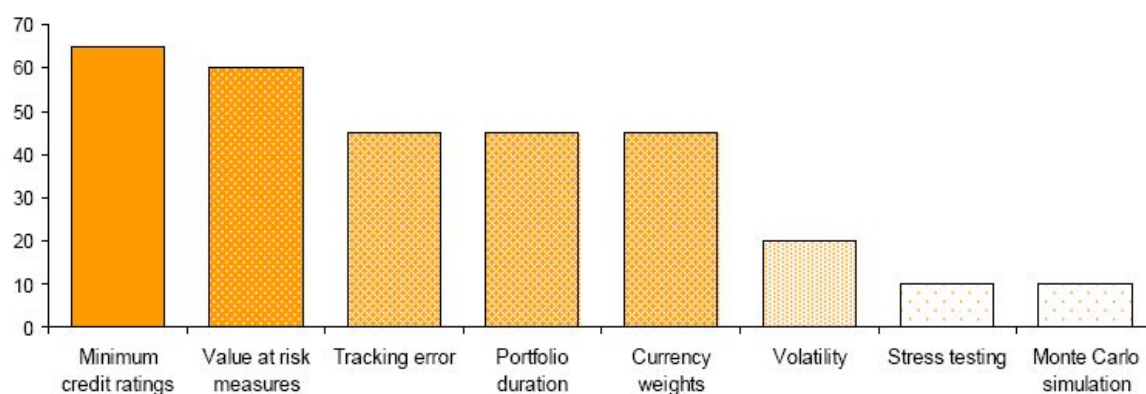


Fig2.4 Risk Measures (% respondents)

Fonte: IWG

Da un altro lato, la creazione dei fondi sovrani ha un impatto negativo sulla stabilità dei mercati finanziari globali. I fondi sovrani sono organismi di

---

<sup>5</sup> IWG. Survey of Institutional and Operational Practices of Sovereign Wealth Funds. September, 2008.

investimento controllati dal governo, se il controllo globale non è efficace, può comportare l'aggravamento dell'incertezza globale e del rischio sistemico del mercato finanziario. La dimensione dei fondi sovrani è di vasta scala, una volta che si verifica il comportamento di investimento sfavorevole e di gestione scadente, può facilmente provocare flussi di capitale e fluttuazione dei prezzi delle attività e dei tassi di interesse, influenzando la stabilità dei mercati finanziari regionali o globali.

#### 1) L'effetto di "Sheep Flock" (Herd Behavior) e il rischio di contagio.

La dimensione dei fondi sovrani è due volte più grande rispetto a quella degli hedge funds. Dal punto di vista delle dimensioni, l'impatto del comportamento di investimento dei fondi sovrani nei mercati finanziari sugli altri attori del mercato non può essere ignorato. Kern (2007) e OCED (2008) hanno indicato che a causa delle grandi dimensioni dei fondi sovrani, i cambiamenti del portafoglio potrebbero comportare una violenta fluttuazione dei prezzi delle attività coinvolte. Ad esempio, il passaggio dalle obbligazioni alle azioni, può avere un impatto significativo sui prezzi relativi a questi due tipi di attività. Non è da escludere che gli investimenti di un fondo sovrano potranno causare atti di comportamento imitativi, con conseguente manifestarsi di eccessivi flussi di capitale e variazioni dei prezzi delle attività. Nel contesto in cui vi sia un continuo aumento della concorrenza di mercato, questo comportamento di investimento imitativo può anche contaminare le altre attività, e rischia di causare instabilità nei mercati finanziari regionali, e

persino influenzare i mercati finanziari globali.

2) Il basso livello di trasparenza dei fondi sovrani potrebbe aumentare i rischi sistemici nei mercati finanziari. I fondi sovrani e gli investimenti delle riserve della banca centrale sono molto vaghi in termini di trasparenza, le operazioni finanziarie spesso mancano il carattere della trasparenza. Ma a differenza della banca centrale che ha la responsabilità di mantenere la stabilità dei mercati finanziari, il ruolo rivestito dai fondi sovrani nel mercato internazionale è quello di vigilanti e investitori, le loro decisioni di investimento riguardano spesso solo i propri redditi e rischi, e non hanno alcun obbligo nel mantenere la stabilità dei mercati finanziari. Poiché i fondi sovrani sono controllati dal potere sovrano, la comunità internazionale teme che il loro investimento non persegua solo gli interessi commerciali, ma spesso è soggetto a motivi politici o altre cause, ciò può costituire una minaccia per la stabilità dei mercati finanziari globali e sicurezza economica nazionale.

3) L'ambito di investimento dei fondi sovrani si sta sviluppando verso attività ad alto rischio. Il portafoglio di investimento dei fondi sovrani è stata estesa a titoli di Stato a lungo termine, cartolarizzazione, obbligazioni societarie, azione, commodity, immobili, prodotti finanziari derivati e altri tipi di assets.

## 2.2 Effetto sui prezzi delle azioni

Fotak-Bortolotti (2008) hanno fatto uno studio sull'acquisizione di partecipazioni in società quotate in borsa riguardante 75 fondi sovrani globali,

hanno rilevato che dopo il rilascio della notizia di partecipazione, il prezzo delle azioni delle società cambia e si riscontrano extra rendimenti dell'1%. Kotter-Lel (2008) dopo aver fatto uno studio su 163 comportamenti di investimento dei fondi sovrani, hanno scoperto che entro due giorni dell'annuncio della notizia si rileva nel mercato azionario una reazione positiva e statisticamente significativa con un tasso iniziale di rendimento risk-adjusted pari al 2,1%. Questi risultati sono molto significativi sia statisticamente che economicamente. Nel breve termine, il mercato ha risposto positivamente al comportamento degli investimenti dei fondi sovrani, ciò significa che i mercati sono fiduciosi nelle strategie di investimento dei fondi sovrani e nell'impatto positivo che i fondi hanno sulla performance della società. Pertanto, i fondi sovrani hanno un effetto molto positivo sulla stabilità del prezzo delle azioni delle società.

Quando la notizia del conferimento di capitale verso le banche da parte dei fondi sovrani viene diffusa, ha esercitato un ruolo chiave nella stabilizzazione dei prezzi delle azioni e nel miglioramento dello spread di scambio dei credit default nel breve periodo<sup>6</sup>. Dato che i fondi sovrani hanno come scopo di investimento quello a lungo termine, non risiedono nel riscatto dei fondi a breve termine e non hanno operazioni caratterizzati da leveraging, sono considerati come una forza stabile nei mercati finanziari internazionali. La figura 2.5 riporta i movimenti dei prezzi delle attività delle banche e dello

---

<sup>6</sup> IMF. Sovereign Wealth Funds --A Work Agenda. February 29, 2008.

spread prima e dopo l'annuncio di investimento dei fondi sovrani.

	Stock price January 2006 - April 2008 (US dollar/ euro)				CDS Spread January 2006 - April 2008 (basis points)			
	High	Low	Average	Announcement of SWF investment	High	Low	Average	Announcement of SWF investment
Citigroup <sup>1)</sup>	56.4	18.6	45.0	30.7	226.6	6.8	35.7	95.5
Citigroup <sup>2)</sup>	56.4	18.6	45.0	26.9	226.6	6.8	35.7	83.7
Merril Lynch <sup>3)</sup>	97.5	39.9	74.2	53.9	338.8	15.3	60.9	132.9
Morgan Stanley <sup>4)</sup>	74.1	36.4	57.9	55.0	297.3	17.8	55.7	97.2
UBS <sup>5)</sup>	63.0	23.5	51.2	49.2	225.3	4.5	26.1	50.8

Sources: Bloomberg and authors' calculations.  
 Note: The date of the investments and the respective SWFs are shown in the footnotes below.  
 1) 26 Nov. 2007 (ADIA).  
 2) 15 Jan. 2008 (GIC).  
 3) 24 Dec. 2007 (Temasek).  
 4) 24 Dec. 2007 (CIC).  
 5) 10 Dec. 2007 (GIC).

Fig2.5 Stock prices and CDS spreads of selected banks around time of SWF investment  
 Fonte: Beck-Fidora (2008)

## 2.3 Effetto sui flussi di capitali

Dopo la crescita della forza economica dei paesi esportatori di petrolio e dei paesi eccedentari in riserve estere, la creazione dei fondi sovrani è un nuovo strumento per la ricerca di una posizione più favorevole. Questi paesi attraverso i fondi sovrani investono nei paesi che hanno una bilancia di pagamenti in deficit come gli Stati Uniti, promuovendo efficacemente la circolazione dei flussi di capitale globale. Il comportamento di investimento verso gli Stati Uniti e verso altri paesi in deficit di bilancia dei pagamenti internazionale in una certa misura ha mantenuto l'attuale situazione economica mondiale, facendo sì che non si provoca una maggiore volatilità sui mercati finanziari internazionali. I fondi sovrani perseguono rendimenti più

elevati sugli investimenti, hanno la capacità di resistere a un grado di rischio maggiore. Quindi in questi ultimi anni, i flussi di investimenti dei fondi sovrani hanno cominciato a cambiare, spostando la loro asset allocation più inclini ad attività rischiose come le azioni. L'investimento non è limitato ai paesi americani ed europei, ma ha cominciato a passare ai paesi emergenti che possiedono una migliore crescita economica, in particolare nelle regioni dell'Asia-Pacifico.

Secondo le statistiche del SWF Institute, nel 2011 i paesi in via di sviluppo hanno ricevuto un totale di 103 investimenti dai fondi sovrani, pari al 60% dell'investimento totale annuo, tra cui i fondi sovrani dei paesi emergenti, hanno destinato oltre la metà della quota dei loro investimenti verso le regioni dell'Asia-Pacifico, mentre solo il 38% degli investimenti in Nord America. Nel contempo, il Medio Oriente e gli altri paesi esportatori di petrolio disinvestono da Nord America, investendo invece il 48% dei fondi nelle regioni dell'Asia-Pacifico. L'impatto che i fondi sovrani esercitano sui flussi di capitale globali, nel lungo periodo, ha ridotto il riflusso di capitali verso gli Stati Uniti, l'Europa e gli altri paesi sviluppati, costringendoli a prendere in considerazione la trasformazione dello sviluppo economico, ma tale impatto ha assunto anche un significato positivo per il miglioramento degli squilibri economici globali. A causa del periodo di investimento piuttosto lungo dei fondi sovrani caratterizzati inoltre da attività di negoziazione non frequente, quindi l'effetto a breve termine di questa influenza non è evidente. Pertanto i fondi sovrani

hanno promosso il flusso dei capitali internazionali dai paesi in surplus di bilancia dei pagamenti ai paesi in deficit, aiutando così a mantenere l'attuale stabilità dei mercati finanziari, anche se una parte del capitale investito è stata deviata verso i paesi emergenti, ma non ha avuto un impatto significativo sul mercato nel suo complesso.

## 2.4 Effetto sul tasso di cambio

Il principale compito della gestione tradizionale di valuta estera è quello di investire il surplus di riserve nel mercato del debito sovrano dei paesi sviluppati, indirizzando così il flusso di capitali verso i paesi in deficit come gli Stati Uniti. Ma il fondo sovrano non si limita solo a investire in questi mercati, ma effettua anche investimenti diversificati per ottenere un maggiore ritorno sugli investimenti. Il suo ambito di investimento non è più limitato negli Stati Uniti e negli altri paesi sviluppati, ma comprende anche i paesi emergenti, in modo da ottenere un rendimento addizionale raggiunto da un'elevata crescita economica di questi paesi, riducendo parzialmente la quantità dei flussi di capitale verso gli Stati Uniti. In questo senso, i fondi sovrani hanno impedito il riflusso degli investimenti in dollari dai paesi emergenti, rendendo così possibile la svalutazione del dollaro.

Sebbene la costituzione dei fondi sovrani ha ridotto i dollari che confluivano verso il mercato obbligazionario degli Stati Uniti, tuttavia la Cina, gli altri paesi dell'Asia orientale e i paesi esportatori di petrolio che hanno surplus in bilancia



dei pagamenti nel breve periodo non venderanno in grande quantità il debito nazionale degli Stati Uniti, anche per motivi politici, e continueranno a mantenere le loro partecipazioni nel debito degli Stati Uniti. Perché se vendessero una gran quantità di obbligazioni in dollari in un periodo breve tale evento potrebbe causare un panico nel mercato, provocando un comportamento di gregge negli investitori di mercato, diminuendo notevolmente il valore delle obbligazioni detenute, e può comportare un deprezzamento sostanziale del dollaro. Inoltre vendere le attività in dollari a breve termine, causerà la caduta dei prezzi delle attività in dollari e la svalutazione del dollaro, sminuendo di valore le riserve in valuta estera. Quindi la crescita a breve termine dei fondi sovrani è probabile che non porterà un impatto negativo significativo sul valore del dollaro.

Se il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti continuerà e si verificherà il deprezzamento del dollaro nel lungo periodo, al fine di mitigare la perdita di valore delle riserve valutarie le banche centrali nazionali, oltre a mantenere la domanda precauzionale e la domanda transazionale, destinano una grande parte delle riserve in valuta estera agli investimenti dei fondi sovrani. Dalle attuali tendenze di investimento dei fondi sovrani, nonostante il mercato finanziario degli Stati Uniti sia ancora il loro principale mercato di investimento, stanno cercando di spostare molti investimenti in Europa, nei loro mercati nazionali ed emergenti. Per esempio il Singapore Temasek Holdings prima del 2004 aveva il 52 % di investimento nel proprio paese, l'investimento in altre

parti dell'Asia (escluso il Giappone) ha rappresentato il 19%, la quota totale di investimenti nel proprio paese e nell'Asia era del 71%. Nel 2007, Temasek Holdings ha ridotto la percentuale di investimenti interni, gli investimenti nazionali sono scesi sino al 38%, ma gli investimenti in altri paesi asiatici hanno raggiunto il 40%, la quota totale di investimenti nel proprio paese e nell'Asia ha raggiunto il 78% in totale. Nel 2009 la percentuale di investimenti nazionali ha continuato a scendere fino al 31%, mentre gli investimenti in altri paesi asiatici sono saliti al 41%, l'investimento totale nel proprio paese e nell'Asia è stato del 72%, leggermente inferiore rispetto al 2007.

Nel 2008, i fondi sovrani hanno investito complessivamente nei mercati emergenti 40,9 miliardi dollari, pari al 32% del totale degli investimenti dei fondi sovrani, con un totale di 99 transazioni, rappresentando il 57% del totale del numero di transazioni. Tra gli investimenti fatti in mercati emergenti, gli investimenti nelle regioni dell'Asia-Pacifico hanno occupato il 77,51%, con un totale di 67 operazioni e con un ammontare di investimenti pari a 31,7 miliardi dollari. Il numero di investimenti si avvicina a quello del 2007. Per supportare lo sviluppo internazionale delle imprese nazionali e le principali strategie nazionali, soprattutto dopo la crisi dei mutui subprime, per alleviare la loro carenza di liquidità interna, i fondi sovrani hanno rafforzano la quota di investimenti interni. Nel 2008, il 26% degli investimenti sono indirizzati verso il mercato interno, l'ammontare totale delle transazioni è pari al 33,7 miliardi di dollari. Rispetto al 2007 il volume delle operazioni di investimento era cresciuto

del 9%. Anche se esiste ancora una certa distanza tra il livello di mercati finanziari dei paesi asiatici e lo sviluppo dei mercati finanziari statunitensi, ma nel lungo termine, con la maturazione del sistema e il continuo sviluppo del mercato interno, i fondi sovrani ridurranno significativamente gli investimenti in dollari. Se tale tendenza continua nel lungo termine, la posizione di leader nell'economia mondiale del dollaro è destinata a decadere, il dollaro si deprezzerà, e l'euro, lo yen, il yuan si apprezzeranno.

## 2.5 Effetto sulla valuta di riserva internazionale

Il trasferimento delle attività in dollari da parte dei fondi sovrani, influenzerà il tasso di cambio del dollaro statunitense e, infine, inciderà sulla relativa importanza come valuta internazionale, che costringerà gli Stati Uniti ad attuare una politica fiscale più prudente ed affrontare gli squilibri commerciali. Il loro sviluppo promuoverà anche la crescita delle riserve internazionali dell'euro, dello yen, della sterlina britannica e delle altre valute.

Le riserve di valuta estera dei paesi emergenti sono basate principalmente in attività di dollari. Con la svalutazione del dollaro, il potere d'acquisto delle riserve in valuta estera dei paesi emergenti è stato gravemente compromesso. Come ridurre al massimo i danni causati dal deprezzamento del dollaro è diventato un grave problema dei paesi emergenti. Attualmente la soluzione ideale è attraverso la formazione di un fondo sovrano per diversificare il portafoglio di investimenti, ridurre adeguatamente la percentuale di riserve in

dollari, al fine di diminuire le perdite. Pertanto, dal punto di vista della diversificazione degli investimenti, gli investimenti dei fondi sovrani dei paesi emergenti non saranno più limitati solo nelle attività in dollari, ma cercheranno di investire nella zona euro e altre riserve non-dollari. Nel frattempo, il continuo afflusso di fondi ha migliorato il rendimento potenziale delle attività nei paesi emergenti, i paesi emergenti sono diventati delle zone calde di investimento. La riconfigurazione della struttura degli investimenti dei paesi emergenti, distribuisce una parte dei fondi per investire in obbligazioni, azioni e altre attività dei paesi al di fuori dei Stati Uniti, ciò porterà inevitabilmente all'aumento della domanda di investimenti in yen, euro, sterlina e altre valute di riserva e il calo della domanda per il dollaro, quindi influenzando indirettamente la situazione di riserva di valuta internazionale.

## 2.6 Effetto sulla struttura dei mercati di capitali

Il cambiamento degli investitori nel mercato dei capitali globali e nella struttura principale. La dimensione dei fondi sovrani ha ormai superato quella degli hedge funds a livello mondiale, diventando uno dei protagonisti principali del flusso e della configurazione dei capitali transfrontalieri, rompendo la struttura di base dei mercati finanziari globali che hanno come principali partecipanti i privati, indicando le tendenze di rinazionalizzazione dei mercati mondiali dei capitali.

## 2.7 I problemi da risolvere per lo sviluppo futuro

### 2.7.1 La carenza di trasparenza

Ci sono due sistemi per misurare la trasparenza. Nel Giugno 2008, un istituto civile con sede in California -- Sovereign Wealth Fund Institute, era il primo a rilasciare un indicazione standard per la trasparenza dei fondi sovrani -- Linaburg-Madulle Transparency Index. L'indice si basa su 10 caratteristiche come: fonti di finanziamento, la relazione di revisione, il valore del portafoglio, la strategia di investimento eccetera, a ciascuna delle quali può corrispondere un punteggio massimo pari a 1. Per la SWF Institute il rating minimo per un livello sufficiente di trasparenza è 8. Attualmente, ci sono dei fondi sovrani che hanno alta trasparenza, come il Norwegian Government Pension Fund-Global, l'Alaska Permanent Fund, il Temasek Holdings di Singapore. Ma l'indice di trasparenza dei maggiori fondi sovrani nel mondo è piuttosto basso, in media si avvicinano al 5. La figura 2.6 mostra che la trasparenza dei fondi sovrani a livello internazionale generalmente non è elevata.

### Linaburg - Maduell Transparency Index

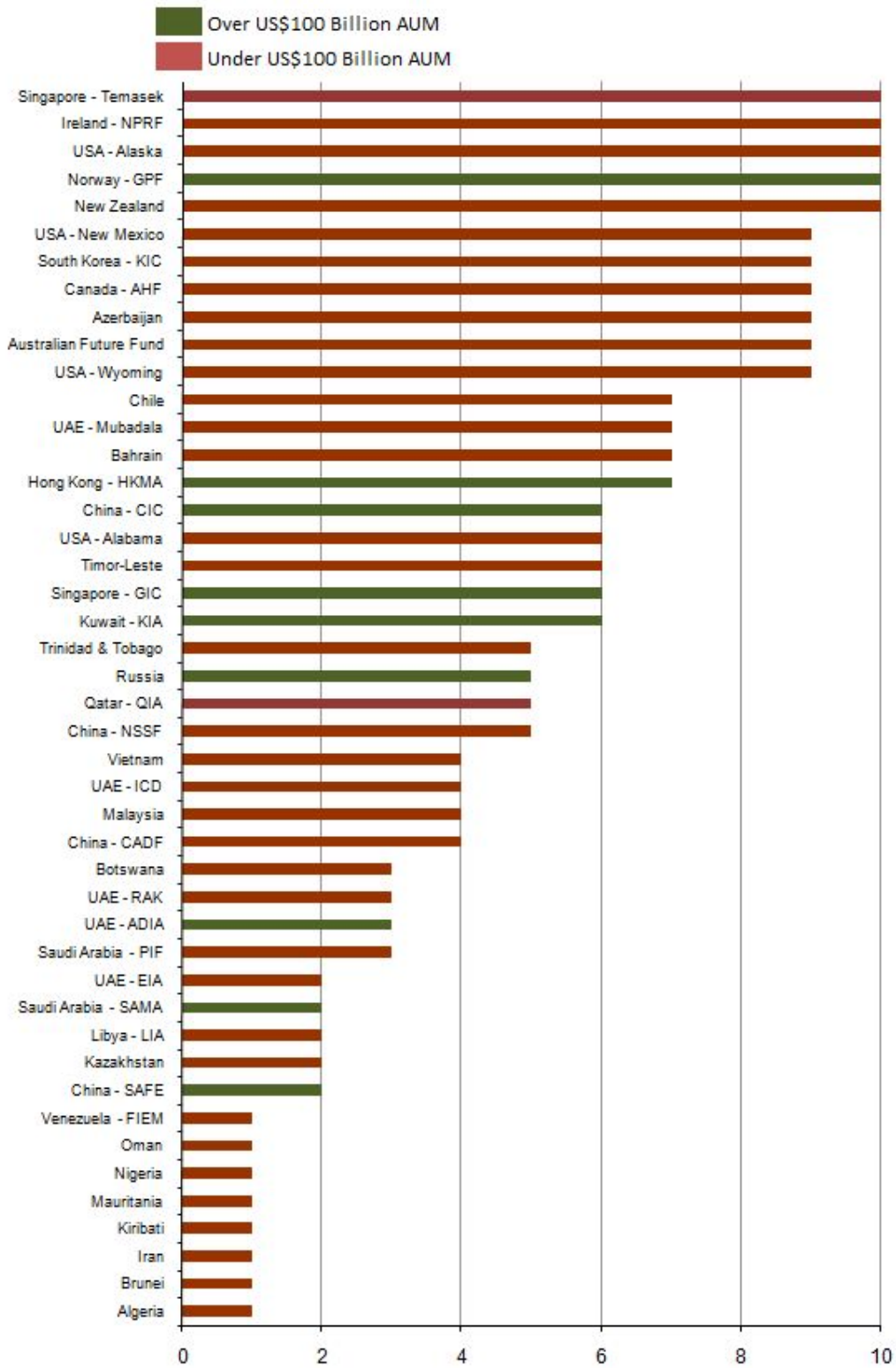


Fig2.6 Linaburg-Madulle Transparency Index

Fonte: IWF Institute

Il secondo metodo è chiamato scoreboard. A seconda della destinazione dei loro investimenti, del paese e della struttura del governo, i fondi sovrani possono assumere forme variegata. Pertanto, vi sono alcune difficoltà nell'affrontare i diversi fondi sovrani. Truman (2008) utilizza un metodo simile alla scheda di valutazione per assegnare un punteggio differente a ogni fondo sovrano, basandosi principalmente su quattro categorie: la struttura, la corporate governance, la trasparenza e la responsabilità e regole di comportamento sugli investimenti. Gli indicatori di Truman sono fondati esclusivamente su informazioni pubbliche e ufficiali. Truman ha applicato questa procedura di scoring su 44 fondi sovrani di cui 10 pensionistici e 34 non pensionistici. Di seguito vengono riportati (vedi Fig2.7) i punteggi ottenuti in ciascuna categoria dai 23 fondi sovrani non pensionistici con asset superiori a 10 miliardi di dollari censiti da Truman.

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

Fig2.7 Truman Scores per i SWFs con dimensione superiore a \$ 10 miliardi  
Fonte:Truman

I fondi sovrani che hanno trasparenza bassa hanno le loro ragioni a non rivelare i dettagli delle loro attività. Date le loro dimensioni, i fondi sovrani sono in grado di produrre notevole impatto, in particolare sui prezzi dei titoli. Divulgare i loro investimenti può avere impatti sui prezzi del mercato, questo fa ridurre il rendimento atteso e se il fondo sovrano riaggiusta il portafoglio per avere più rendimento, fa aumentare il rischio complessivo.



Tuttavia, la mancanza di trasparenza limiterà lo sviluppo dei fondi sovrani. Attualmente i fondi sovrani del mondo aventi un livello di trasparenza molto opaco sono sette, rappresentano circa la metà della dimensione totale dei fondi sovrani. Questi fondi provengono soprattutto dai paesi che hanno un livello di sviluppo del sistema nazionale relativamente basso<sup>7</sup>. Truman (2007) ritiene che vi sia una relazione sistematica tra la bassa trasparenza dei fondi sovrani e gli scarsi sistemi giuridici o democratici presenti in questi paesi.

Quando i fondi sovrani fanno investimenti all'estero, in particolare quelli che coinvolgono investimenti strategici, l'occultamento delle informazioni, il mistero, spesso portano il mondo esterno a fare delle congetture, riducendo l'immagine degli investimenti dei fondi sovrani, di conseguenza cresce il protezionismo finanziario.

### 2.7.2 Sfide del protezionismo finanziario

I fondi sovrani sono prevalentemente di proprietà governativa, pertanto i vari paesi, specialmente quelli occidentali, sono molto vigili nei loro confronti, e cercano di creare degli ostacoli sul campo dell'investimento. Nel 26 luglio del 2007 il presidente degli Stati Uniti Bush aveva firmato una proposta di legge sugli investimenti e sulla sicurezza nazionale, tale proposta aveva stabilito delle complesse procedure riguardo la censura della fusione e dell'acquisizione estera, rinforzato il Tesoro degli Stati Uniti per quanto

---

<sup>7</sup> Fariborz Moshirian. Sub Prime Credit Problems, Sovereign Wealth Funds and Global Financial Stability, 2009.

riguardava le misure di censure e di diritti sugli investimenti che le aziende estere facevano sulle attività degli Stati Uniti. Nell'agosto 2008 il governo tedesco dichiarò che i fondi sovrani dei paesi emergenti celavano in loro degli obiettivi strategici che potevano danneggiare gli interessi del paese ospitante, quindi la Germania provvederà ad alzare la soglia dell'investimento attraverso la legislazione. Nel novembre 2008 anche il governo francese rispose alla chiamata della Germania, e stava elaborando una relazione di legge con l'intenzione di creare un sistema in grado di proteggere il quadro giuridico, in modo da affrontare gli investimenti strategici dei fondi sovrani dei paesi emergenti, impedire le acquisizioni delle attività appartenenti all'asset strategico, poiché potevano provocare una proliferazione del protezionismo finanziario internazionale.

Nel 19 luglio 2007, i ministeri finanziari e i governatori delle banche centrali del gruppo occidentale G7<sup>8</sup> si riunirono a Washington, per aprire una discussione sulle questioni riguardanti le turbolenze dei mercati finanziari internazionali, il crescente numero e il continuo ampliamento di dimensione dei fondi sovrani e le fluttuazioni dei tassi di cambio. Il comunicato che in seguito viene emesso dal G7 mostrava chiaramente le preoccupazioni dei paesi sviluppati riguardo ai rischi che gli investimenti dei fondi sovrani potevano comportare, inoltre indicava che la comunità internazionale doveva stabilire al più presto le best practices dei fondi sovrani come la struttura istituzionale, la

---

<sup>8</sup> E' composto da Stati Uniti, Gran Bretagna, Francia, Germania, Italia, Canada, e Giappone.

gestione dei rischi, la trasparenza e gli aspetti della responsabilità.

Alcuni studiosi dei paesi sviluppati avevano esageratamente esteso la natura incerta degli investimenti provenienti dai fondi sovrani dei paesi emergenti, alimentando ancora di più le ostilità. Essi pensavano che gli investimenti dei fondi sovrani potevano provocare il panico nei mercati, e quindi indebolire l'influenza che le organizzazioni finanziarie internazionali avevano in politica e in economia, inoltre credevano che i fondi sovrani possedevano le potenzialità di disturbare i mercati internazionali. Ad esempio, l'Assistente Segretario del Tesoro per gli affari internazionali Clay Lowery ha detto che i fondi sovrani dei paesi che hanno enorme surplus commerciale sono sviluppati rapidamente, però non si sa dove vanno i capitali dei fondi sovrani, è difficile escludere del tutto la possibilità che una iniziativa di gestione del rischio senza precedenti e spericolata porta un maggiore impatto, è necessario migliorare la trasparenza. Il Presidente del US Securities and Exchange Commission Christopher Cox anche sospetta che i fondi sovrani userà agenzia di spionaggio del governo per raccogliere un sacco di informazioni dietro le quinte per insider trading. Il professore di Yale University Juan Trippe ha detto nel "Financial Times" che i fondi sovrani causeranno panico nel mercato, possono indebolire l'influenza politica delle istituzioni finanziarie internazionali, inoltre hanno la tendenza di perturbare i mercati globali. I sospetti e le opposizioni che i paesi sviluppati hanno nei confronti dei fondi dei sovrani hanno comportato una grande sfida per il normale sviluppo

dei fondi sovrani.

Per eliminare tali dubbi e malintesi internazionali e ottenere migliori opportunità di investimenti e sviluppo, i fondi sovrani hanno bisogno di rafforzare la comunicazione ed eliminare le incomprensioni, stabilire un vero e proprio modello di gestione professionale, garantire istituzionalmente una separazione strutturale tra le funzioni di gestione pubblica ed azionaria del governo al fine di conseguire un uso efficiente del capitale avente come obiettivo centrale un aumento del valore e del ritorno agli azionisti. Se un paese che crea un fondo sovrano ha degli obiettivi politici oltre al ritorno commerciale, come ad esempio l'acquisizione delle attività strategiche, l'aumento della competitività del paese oppure offrire indirettamente dei capitali all'Africa e altri paesi occidentali indipendenti, realizzare la strategia del paese eccetera, allora è meglio costituire altri fondi strategici, in modo tale che si differenzino dai fondi sovrani ad uso commerciale, così facendo è possibile evitare situazioni in cui i propri fondi sovrani vengono trattati in modo non equo<sup>9</sup>.

Pertanto, allo scopo di svolgere al meglio il ruolo attivo dei fondi sovrani nel sistema finanziario mondiale, è necessaria la cooperazione dei vari paesi al fine di stabilire un codice di condotta accettabile. Da un lato migliorare la trasparenza e il regolamento dei fondi sovrani, stabilire un'immagine professionale e credibile, dall'altro lato aprire opportunamente il proprio

---

<sup>9</sup> Li XueLian, Meng XiangYi, Liu Mei. Analisi dello sviluppo e dell'influenza sull stabilità finanziaria dei fondi sovrani. La finanza moderna (Finanza di TianJin), 2009.

mercato, accogliere con favore gli investimenti degli altri fondi sovrani, in modo che possa migliorare l'efficienza e la stabilità dei mercati finanziari globali.

## 2.8 Conclusioni

La costituzione di un fondo sovrano è un'arma a doppio taglio. La loro importanza sta attirando sempre più attenzione nel mondo internazionale. Realizzare delle norme e linee di guida internazionali intorno ai fondi sovrani probabilmente può aiutare questi ultimi a ottimizzare la loro struttura di governance, ridurre i rischi di protezionismo finanziario.

## Capitolo 3. La sorveglianza multilaterale e la regolamentazione internazionale

Dato il ruolo importante dei fondi sovrani nella stabilità dei mercati finanziari, essi devono essere utilizzati come la colonna portante per mantenere la stabilità finanziaria del mercato internazionale, per contribuire alla ripresa economica globale e alla formazione di un nuovo modello di mercati finanziari. Tuttavia, vi sono ancora molti dibattiti aperti circa la loro trasparenza e i metodi di supervisione. I fondi sovrani come una forma non tradizionale di investimento delle ricchezze sovrane devono ancora risolvere molti problemi riguardanti il processo di asset allocation a livello globale, solo chiarendo questi problemi è possibile promuovere un migliore utilizzo dei fondi sovrani nella stabilizzazione dei mercati finanziari.

### 3.1 Accordo trilaterale tra Stati Uniti, Abu Dhabi e Singapore

La principale sorveglianza multilaterale internazionale sui fondi sovrani è un accordo trilaterale tra Stati Uniti, Abu Dhabi e Singapore. Nel 20 Marzo 2008, i due più grandi fondi sovrani del mondo insieme al governo degli Stati Uniti al fine di regolare la condotta dei fondi sovrani in questi tre paesi, hanno firmato il cosiddetto “Accordo di Washington”. Dallo scoppio della crisi dei mutui subprime nel 2007, il comportamento di acquisizione frequente delle azioni di istituzioni finanziarie occidentali da parte dei fondi sovrani di Abu

Dhabi, Singapore e altri paesi ha causato nel mercato finanziario internazionale dubbi e preoccupazioni nei confronti dei fondi sovrani. L'accordo di Washington, che senza dubbio ha imposto dei limiti a questi paesi, è composto da due parti, con un totale di nove convenzioni: i cinque principi della prima parte riguardano i paesi di origine, mentre i quattro principi della seconda parte coinvolgono i paesi beneficiari<sup>10</sup>.

**La prima serie di principi:**

- 1) L'investimento dei fondi sovrani dovrebbe perseguire esclusivamente interessi commerciali, piuttosto che promuovere direttamente o indirettamente gli obiettivi geopolitici dei rispettivi governi;
- 2) I fondi sovrani dovrebbero rafforzare la divulgazione dei loro obiettivi di investimento, della struttura organizzativa, delle informazioni finanziarie, in particolare l'asset allocation, il benchmark, e il tasso di rendimento e di una serie di informazioni, al fine di ridurre l'incertezza nei mercati finanziari;
- 3) I fondi sovrani dovrebbero avere una sana struttura di governance, un controllo interno e un sistema di controllo e gestione del rischio;
- 4) I fondi sovrani dovrebbero garantire di competere lealmente con il settore privato;
- 5) I fondi sovrani dovrebbero rispettare le regole e regolamenti dei paesi

---

<sup>10</sup> Treasury Reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi 3/20/2008  
<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp881.aspx>

ospiti e requisiti di trasparenza dei paesi beneficiari.

**La seconda serie di principi:**

- 1) I paesi beneficiari non devono imporre barriere protezionistiche per limitare investimenti esteri;
- 2) I paesi beneficiari dovrebbero disporre di un contesto chiaro per gli investimenti per garantire l'applicabilità della politica di investimento;
- 3) I paesi beneficiari non dovrebbero trattare differenzialmente gli investitori interni dagli investitori in questione;
- 4) I paesi beneficiari dovrebbero comportarsi in maniera da interferire il meno possibile e di rispettare le decisioni degli investitori, piuttosto che cercare di guidare gli investimenti dei fondi sovrani.

Gli Stati Uniti hanno scelto gli Emirati Arabi Uniti e Singapore, oltre che per la dimensione dei loro fondi, per una considerazione più importante che è quella di promuovere il grado di trasparenza di questi due fondi sovrani che erano molto grandi in quel momento, ma che possedevano il grado di trasparenza più opaca. Durante il periodo tra il 2007 e 2008, la Abu Dhabi Investment Authority (Adia) e il Government Investment Corporation (Gic) di Singapore erano molto attivi sui mercati americani, entrambi hanno immesso grandi capitali nelle società di Wall Street in difficoltà. Ma nel scoreboard<sup>11</sup> di Truman (2007), Adia si è posizionato nell'ultimo posto con un punteggio pari al

---

<sup>11</sup> Edwin M. Truman. A scoreboard for sovereign wealth fund. Peterson Institute for International Economics. October 19, 2007.



0,5, mentre Gic si è classificato come terz'ultimo con 2,25 punti (il punteggio massimo è 25). L'impostazione dell'accordo tripartito contribuisce a portare maggiori benefici ai paesi d'origine e ai paesi beneficiari, per far sì che gli investimenti dei fondi sovrani raggiungano una situazione win-win.

### 3.2 FMI e i Principi di Santiago

Dal 30 aprile 2008 al 1 maggio 2008 si è fondato a Washington l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) di cui fanno parte 23 governi rappresentanti di fondi sovrani, tutti dotati di fondi sovrani. All'IWG è stato assegnato il compito di redigere un codice di condotta per i fondi sovrani sotto il coordinamento del Fondo Monetario Internazionale (FMI). A tal fine l'IWG ha convocato ben tre riunioni: a Washington, a Singapore e a Santiago. In occasione del terzo incontro, l'11 ottobre 2008, l'IWG ha pubblicato il Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) detti anche Principi di Santiago. Attualmente, 26 paesi hanno aderito ai Principi di Santiago: Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Chile, Cina, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Kazakhstan, Corea del Sud, Kuwait, Libia, Malaysia, Messico, Neozelandese, Nigeria, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Timor Est, Trinidad & Tobago, Emirati Arabi Uniti e Stati Uniti.

I GAPP coprono tre ampie aree<sup>12</sup>: 1) struttura legale, obiettivi e coordinamento con le politiche macroeconomiche; 2) contesto istituzionale e

---

<sup>12</sup> Alberto Quadrio Curzio, Valeria Miceli. I fondi sovrani. Maggio 2009.

struttura di governance; 3) gestione degli investimenti e del rischio.

Nell'ambito della prima area sono inclusi i GAPP da 1 a 5, che riguardano la solidità della struttura legale che deve essere resa pubblica e deve risultare adeguata al raggiungimento degli obiettivi statuiti; la definizione e pubblicizzazione degli obiettivi; il coordinamento delle attività dei fondi sovrani con le politiche monetarie e fiscali del paese proprietario; la definizione e pubblicizzazione delle fonti di finanziamento e delle regole per il prelevamento dei fondi e per le operazioni di spesa; la fornitura di dati statistici rilevanti ai fini delle statistiche macroeconomiche del paese proprietario.

Nell'ambito della seconda area sono inclusi i GAPP da 6 a 17, che riguardano la definizione dell'assetto di governance che deve garantire una chiara divisione di ruoli e responsabilità e l'indipendenza operativa del management e che deve essere opportunamente ufficializzato e pubblicizzato (GAPP 6, 10 e 16); l'attribuzione ottimale dei compiti e delle prerogative alla proprietà, agli organi di governo, al management operativo per garantire l'autonomia da interferenze politiche (GAPP 7, 8 e 9); la pubblicizzazione degli standard etici e professionali richiesti per operare nel fondo (GAPP 13); la predisposizione di un bilancio annuale che deve contenere informazioni sull'operatività e sui risultati del fondo e che deve essere redatto e certificato secondo riconosciuti standard di contabilità internazionale o nazionale. Più in generale il GAPP 17 raccomanda di rendere pubbliche tutte le informazioni finanziarie rilevanti ai fini dell'identificazione dell'orientamento economico e

finanziario del fondo. Il GAPP 14 richiede che i rapporti con terze parti finalizzati alla gestione operativa del fondo si basino su motivazioni economiche e finanziarie. Il GAPP 15 richiede che le operazioni e le attività in paesi ospiti siano condotte nel pieno rispetto di tutti i requisiti regolamentari e di trasparenza richiesti nei paesi medesimi.

Nell'ambito della terza area sono inclusi i GAPP da 18 a 24, che riguardano la definizione e pubblicazione delle politiche di investimento del fondo che oltre a basarsi su solidi principi di gestione di portafoglio devono definire il grado di esposizione finanziaria al rischio, l'uso della leva finanziaria, il ricorso a gestori esterni, l'esercizio dei diritti di proprietà (GAPP 18). Il GAPP 19 richiede che l'obiettivo degli investimenti sia la massimizzazione dei ritorni finanziari. Tuttavia non esclude che le decisioni di investimento possano essere soggette a motivazioni diverse da quelle economiche e finanziarie, purché queste ultime siano chiaramente pubblicizzate. Il GAPP 20 richiede che i fondi sovrani non ottengano indebito vantaggio dal potere del governo cui appartengono e che dunque si impegnino a competere su basi di correttezza con il settore privato. Il GAPP 21 richiede che i fondi sovrani dovrebbero trattare la proprietà azionista come elemento di base del valore di investimento. Se i fondi sovrani scelgono di esercitare il potere di proprietà, devono scegliere la modalità coerente con la loro politica di investimento, e proteggere il valore del loro investimento. I fondi sovrani devono considerare la proprietà degli azionisti come la base del valore dell'investimento, devono rimanere coerenti con la

loro politica di investimento, e proteggere la qualità dei loro investimenti. Il GAPP 22 è dedicato alla definizione e implementazione di opportune politiche di gestione del rischio. Il GAPP 23 richiede di misurare il patrimonio dei fondi sovrani e la performance degli investimenti, e di riferire ai proprietari in conformità con i principi e standard ben definiti. Infine il GAPP 24 auspica un processo di verifica dell'implementazione dei principi su base regolare da parte di ogni fondo sovrano.

### 3.3 OCSE e le linee guida per i paesi riceventi

La scarsa trasparenza dei fondi sovrani ha sostenuto l'ascesa delle forze protezionistiche. Con la scusa della "sicurezza nazionale", alcuni paesi hanno iniziato ad esaminare le fusioni e le acquisizioni nei settori sensibili, generando un impatto negativo sulla libera circolazione dei capitali e sul processo di liberalizzazione finanziaria. Diversamente dai Principi di Santiago, che chiedono di imporre obblighi sui fondi sovrani e sui paesi di origine, l'Organizzazione di Cooperazione Economica e lo Sviluppo (OECD) focalizza sugli obblighi del paese beneficiario, promuovendo e mantenendo così un ambiente di investimento internazionale altamente liberale.

Nell'aprile del 2008, il Comitato degli investimenti esteri dell'OECD, in risposta alle sollecitazioni del G7, ha presentato il rapporto *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*. Il rapporto è rivolto ai 30 paesi membri dell'OECD, a 15 paesi non membri (Argentina, Brasile, Cile, Cina, Egitto,

Estonia, Indi, Indonesia, Israele, Lettonia, Lituania, Romania, Russia, Slovenia, Sud Africa). Il rapporto indica in via preliminare: “la pratica dimostra che i fondi sovrani sono investitori affidabili, a lungo termine, finalizzati a ritorni commerciali, ma sono anche una forza importante per stabilizzare i mercati finanziari globali.” Pur affermando il ruolo positivo dei fondi sovrani per l'economia mondiale, tuttavia il rapporto propone dei requisiti per i paesi beneficiari su come formulare la politica per i fondi sovrani, cioè:

- 1) La non-discriminazione degli investitori esteri rispetto a quelli domestici e degli investitori di paesi OECD rispetto a quelli di paesi non OECD;
- 2) La trasparenza nelle procedure/normative di limitazione degli investitori stranieri;
- 3) La progressiva liberalizzazione delle restrizioni sui movimenti di capitale;
- 4) L'impegno a non introdurre nuove restrizioni;
- 5) La liberalizzazione unilaterale non condizionata al principio della reciprocità<sup>13</sup>.

### 3.4 Commento sulle linee guida esistenti

#### 3.4.1 Punti di forza

- 1) Fornire uno standard di regolamentazione relativamente uniforme e assicurare l'efficace funzionamento del sistema finanziario globale.

Le enormi divergenze tra i paesi di origine e i paesi beneficiari ( i paesi di

---

<sup>13</sup> Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies-Report by the OECD Investment Committee, 4 April 2008.

origine sperano che i paesi beneficiari possano trattare i fondi sovrani come forza finanziaria affidabile, quindi devono evitare i possibili comportamenti che derivano dal conflitto politico a causa della protezione commerciale. Mentre i paesi beneficiari sono preoccupati che i paesi di origine possano usare l'investimento come pretesto per avviare l'attività di spionaggio commerciale o politica.) mostrano le contraddizioni e i conflitti nella comunità internazionale tra la liberalizzazione degli investimenti e il protezionismo, così come tra l'accesso agli investimenti internazionali e regolamentazione finanziaria internazionale. Anche se esiste un consenso sul regolamento, ma le profonde divergenze sono sempre presenti tra le due parti a causa delle loro rispettive posizioni e non riescono a raggiungere un consenso<sup>14</sup>. Pertanto, i Principi di Santiago e le linee guida per i paesi riceventi dell'OCSE sono norme di auto-regolamentazione non obbligatorie, cioè soft law internazionale. Essi hanno fornito un meccanismo relativamente flessibile, derivando uno standard e delle linee guida per le strutture sensibili e complesse dei fondi sovrani, compensando l'insufficiente regolamentazione della legge economica tradizionale internazionale in questo campo. Dando la possibilità ai paesi di origine e beneficiari di regolare il comportamento ed evitare le controversie, emettendo delle importanti linee guida su come agire per entrambe le parti. Anche se il GAPP e la dichiarazione dell'OCSE sottolineano l'autocontrollo, tuttavia ciò non esclude che la funzione di auto-regolamentazione genererà

---

<sup>14</sup> Liu Tianxi, Lian Shuang, "Cause, Effetti e ispirazioni nella gestione dei fondi sovrani nel soft law internazionale", rivista dell'Università di tecnologia di HaErbin, marzo 2011.

una funzione sostanziale della legge. Questo non è solo vantaggioso per la supervisione generale della trasparenza dei fondi sovrani, ma anche per ridurre le preoccupazioni che i paesi di origine fanno gli investimenti con l'obiettivo di politici nascosti, e per frenare la diffusione del protezionismo finanziario e degli investimenti dei paesi originari.

2) Fornire una base per uno sviluppo più profondo nella cooperazione inter-paese e una definizione di norme più specifica e dettagliata.

Il GAPP e la dichiarazione dell'OCSE tengono conto delle differenti tipologie dei fondi sovrani, del tempo di sopravvivenza, dell'obiettivo dell'istituzione e della capacità operativa, quindi, non stabiliscono requisiti uniformi. Questo fatto lascia un margine di manovra per quanto riguarda la questione della trasparenza da parte dei fondi sovrani e dei paesi di origine, e nello stesso tempo fornisce l'opportunità a lungo termine di continuare l'interazione e l'apprendimento reciproco per i paesi, al fine di colmare gradualmente le differenze sostanziali tra le parti.

Il GAPP e la dichiarazione dell'OCSE rappresentano il consenso raggiunto tra i proprietari dei fondi sovrani e i paesi beneficiari sotto forma di "soft law", che potrebbe diventare la base e il materiale dei negoziati internazionali, evolvendosi solo in un secondo momento in un esecutivo di tipo "hard law".

Dopo il rilascio dei GAPP, Abu Dhabi Investment Authority dichiarò subito che per soddisfare pienamente i Principi di Santiago aveva già istituito un comitato interdipartimentale per sorvegliare la coerenza tra il comportamento

di Adia e i Principi di Santiago. Inoltre, Adia sta analizzando la possibilità di costituire un meccanismo di verifica indipendente dello stato di conformità ai Principi di Santiago. Oltre agli Emirati Arabi Uniti, anche altri paesi emergenti e in via di sviluppo (come il Cile, Trinidad e Tobago) hanno concordato sui i Principi di Santiago<sup>15</sup>. I dati del 2011 forniti dal Forum Internazionale sui fondi sovrani mostrano che il comportamento del 95% dei membri è coerente in maniera totale o parziale con i Principi di Santiago. Ci sono anche tanti paesi membri che hanno accettato le linee guida dell'OCSE. Visto in questa prospettiva, la funzione svolta dalle norme e dai documenti di orientamento non è da sottovalutare. Una volta che questi principi saranno accettati dai paesi partecipanti avranno un effetto dimostrativo di impostazione della normativa nazionale, che inevitabilmente contribuirà alla formazione di un completo, dettagliato e trasparente sistema di sorveglianza dei fondi sovrani e un sistema di valutazione della revisione.

### 3.4.2 Punti di debolezza

#### 1) Conflitto di volontà.

Rispetto ai trattati internazionali e alle altre "hard law", a causa della mancanza di un autorità specifica internazionale, l'attuazione della dichiarazione del GAPP e dell'OCSE e di altre soft law dipende principalmente

---

<sup>15</sup> Xie Zhengshan, I nuovi cambiamenti nel contesto giuridico degli investimenti dei fondi sovrani, rivista dell'Università di economia e finanza di XiAn, 2009.



dall'adozione volontaria dei paesi di origine e degli Stati riceventi. Queste regole sono stabilite su base volontaria--solo un invito agli Stati membri a rispettarle, ma non hanno nessun effetto giuridico vincolante e obbligatorio, e non ci sono specifiche soluzioni quando sono presenti dei conflitti tra i principi e le norme locali dei paesi interessati.

Tuttavia, i fondi sovrani della Russia, della Corea del Sud e della Libia, a causa delle restrizioni poste dai paesi beneficiari, hanno ancora bisogno di tempo per raggiungere la loro asset allocation ideale di lungo termine e gli standard relativi alle performance; l'adozione immediata dei Principi di Santiago, come la divulgazione di informazioni finanziarie, e migliorare la struttura di gestione del rischio, eccetera, comporta una grande sfida da parte dei questi paesi. Pertanto, un certo numero di paesi non ha espresso una chiara posizione nell'adozione dei Principi di Santiago, questo è uno dei limiti dei Principi di Santiago<sup>16</sup>.

Inoltre, il GAPP 15 dica che i fondi sovrani nel condurre le operazioni e le attività nei paesi ospiti devono rispettare tutti i requisiti regolamentari e di trasparenza richiesti in quei paesi. Questo principio indica che gli standard informativi presenti nei Principi di Santiago sono solo gli obblighi minimi per i paesi di origine, in realtà i fondi sovrani sono soggetti ai sistemi giuridici nazionali e ai requisiti normativi dei paesi beneficiari, ciò comporta che essi

---

<sup>16</sup> Xie Zhengshan, I nuovi cambiamenti nel contesto giuridico degli investimenti dei fondi sovrani, rivista dell'Università di economia e finanza di XiAn, 2009.

sono molto passivi per quando riguarda la trasparenza. Questa è senza dubbio una scusa per i fondi sovrani per rifiutare l'accettazione dei Principi di Santiago, influenzando anche i paesi di origine a non adottare e rispettare tali principi.

## 2) La mancanza di applicabilità.

La natura dei Principi di Santiago e dei documenti di orientamento dell'OECD è determinata dall'uso di molte parole vaghe e non definite nelle disposizioni pertinenti. Per esempio "le caratteristiche principali" (GAPP 1.2), "l'approccio generale" (GAPP 4), "l'elemento fondamentale" (GAPP 21) nei Principi di Santiago e "a specific time frame", "interested parties" nelle dichiarazioni dell'OECD. Questi macro requisiti sono troppo generali, mancano di praticità, quindi la chiave per l'attuazione di questi principi risiede nella specificazione ulteriore delle norme operative.

## 3) La discussione della legittimità delle disposizioni legislative.

Nel corso degli anni, i paesi sviluppati si sono impegnati alla globalizzazione finanziaria e ai liberi flussi di capitali transfrontalieri. Tuttavia, nel momento in cui i paesi in via di sviluppo impegnati nel campo dei fondi sovrani ebbero dei successi, ciò ha causato il panico nei paesi sviluppati. Il regolamento sulla trasparenza dei fondi sovrani ha in qualche modo rallentato e limitato lo slancio di sviluppo dei fondi sovrani. Per ora, il FMI e l'OCSE sono principalmente governati dai paesi sviluppati, e nel processo di legislazione internazionale sulla regolamentazione della trasparenza dei fondi sovrani, i

paesi sviluppati inevitabilmente sfruttano il proprio diritto di parola all'interno di FMI e OCSE per esporre il proprio concetto di valore e norme gestionale, al fine di proteggere i propri interessi. I principi e le norme raggiunte su questa base, spesso hanno una potenziale disuguaglianza. Pertanto, è necessario stabilire una piattaforma unificata per il meccanismo di scambio di informazioni sulla base della cooperazione internazionale, costruire un sistema di regolamentazione a 360 gradi sull'attività di investimento oltre-frontiera, nonché aumentare la quota di partecipazione dei paesi emergenti nelle organizzazioni internazionali, e dare più diritti di partecipazione a questi paesi.

### 3.5 Conclusioni

Durante il dibattito sulle diverse questioni dei fondi sovrani, una tendenza evidente è la crescita del sentimento protezionista, ciò ostacolerà i flussi transfrontalieri di capitale finanziario, e, infine, inciderà sulla prosperità dei mercati finanziari e la crescita economica globale. La formazione dei Principi di Santiago e delle linee guida dell'OCSE sullo sviluppo dei fondi sovrani e sui paesi beneficiari ha stabilito dei vincoli per i fondi sovrani e per i paesi riceventi l'investimento, cioè indebolire l'influenza politica dei fondi sovrani in attività di investimento, ma anche prevenire i paesi beneficiari di attuare una politica rigorosa e discriminatoria nei confronti dei fondi sovrani, ciò è favorevole a salvaguardare la stabilità dei mercati finanziari internazionali. I fondi sovrani sono diventati una forza indispensabile per stabilizzare il sistema finanziario

globale, solo sotto il lavoro congiunto dei fondi sovrani, dei paesi ospitanti, dei paesi beneficiari e delle organizzazioni internazionali, è possibile aumentare i punti di forza, ridurre i punti di debolezza e mantenere l'apertura dei mercati e il flusso dei capitali. Studieremo in dettaglio il fondo sovrano cinese nel prossimo capitolo -- il China Investment Corporation.

## Capitolo 4. Il China Investment Corporation

### 4.1 Lo sfondo costitutivo del fondo sovrano cinese

Nonostante la Cina sia uno dei paesi più grandi in riserve valutarie, ma prima del 1979 la sua riserva in valuta estera non aveva mai superato la cifra di 1 miliardo di dollari. Con il progressivo stabilizzazione e crescita dell'economia, era aumentato notevolmente il volume delle esportazioni. Inoltre gli investitori stranieri, in vista del potenziale sviluppo della Cina come paese emergente, fecero schizzare alle stelle gli investimenti all'interno del mercato nazionale, causando così la continua crescita della dimensione delle riserve in valuta estera della Cina. Alla fine del 1990, finalmente la cifra riuscì a superare i 10 miliardi di dollari; alla fine del 1996 100 miliardi; nel Gennaio del 2000, la riserva valutaria era di 156,1 miliardi di dollari, mentre alla fine del febbraio era riuscito a raggiungere 853,6 miliardi, superando il Giappone e diventando il paese che ha la riserva valutaria più grande al mondo. La crescita della riserva è pari al 40% negli anni 2003, 2004 e 2007. A dicembre 2013, la riserva in valuta estera della Cina ha raggiunto la somma di 3820 miliardi di dollari (vedi Tab4.1).

Fine anno	Riserve in valuta estera (unità: 1.000 milioni dollari)	Tasso di crescita annuo (%)
2000	165,574	--
2001	212,165	28,14

2002	286,407	34,99
2003	403,251	40,80
2004	609,932	51,25
2005	818,872	34,26
2006	1066,344	30,22
2007	1528,249	43,31
2008	1946,03	27,34
2009	2399,152	23,38
2010	2847,338	18,68
2011	3181,148	11,72
2012	3311,589	4,1
2013	3820	15,35

Tab4.1 Riserve cinesi in valuta estera (2000-2013)  
Fonte: sito dello State Administration of Foreign Exchange

Le cause che hanno velocizzato la crescita delle riserve valutarie sono le seguenti.

Innanzitutto, l'apprezzamento atteso del tasso di cambio del RMB e l'alto ritorno sugli investimenti hanno favorito l'afflusso di enormi quantità di capitali di investimento esteri e "hot money"<sup>17</sup> (l'ammontare ha superato la cifra di 50

---

<sup>17</sup> Sono capitali speculativi a breve termine aventi un rapido flusso nel mercato che cercano un alto ritorno degli investimenti. L'obiettivo dei hot money è soltanto focalizzato sui profitti speculativi, e non su quello di creare occupazioni, beni o servizi.

miliardi all'inizio del 2008, per poi superare la cifra di 100 miliardi nel 2009).

In secondo luogo, la banca centrale cerca di evitare la crescita eccessiva del tasso di cambio del RMB, utilizzando l'acquisizione delle valute estere e la vendita della valuta nazionale.

In terzo luogo, la rapida crescita dell'economia della Cina e del suo modello economico orientato all'esportazione hanno causato il continuo surplus delle partite correnti.

Come ultimo punto, prima dell'agosto 2008, i controlli sui cambi erano molto severi, il sistema di liquidazione obbligatoria ha fatto sì che la maggior parte delle attività in valuta estera erano in mano alla banca centrale, e confluivano nella formazione delle riserve ufficiali in valuta estera.

Le enormi riserve valutarie sono diventate il sostegno più grande della rapida crescita dell'economia cinese. Tuttavia, a causa della struttura delle riserve cinesi che sono costituite in gran parte da valute estere in attività denominate in dollari, durante il crollo del dollaro dopo l'anno 2000 (vedi Fig4.2), le riserve valutarie del paese hanno subito drastiche svalutazioni. Questo ha costituito per la Cina una grande sfida nella gestione delle riserve valutarie.

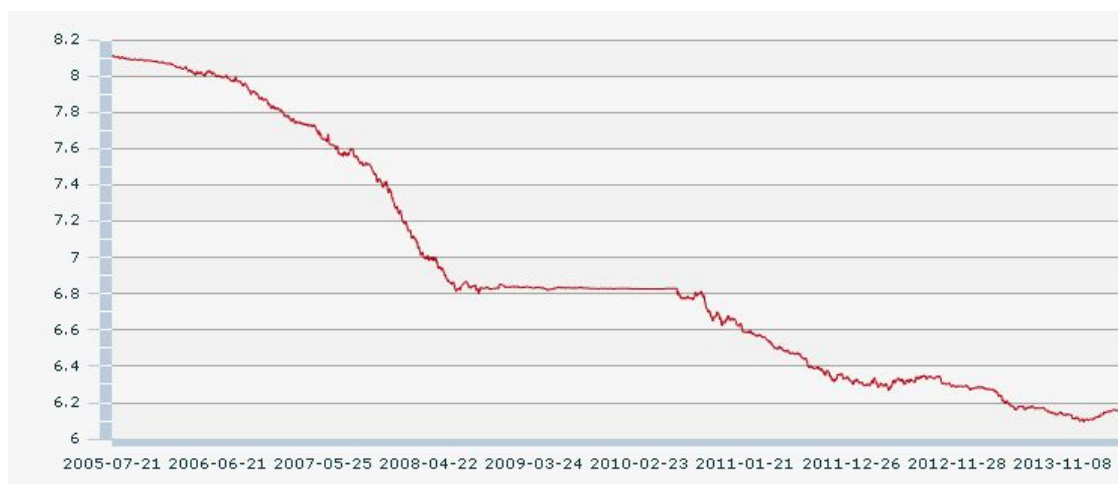


Fig4.2 Tasso di cambio tra dollaro e RMB  
 Fonte:sito della Banca Popolare Cinese

## 4.2 La nascita del China Investment Corporation

Il primo passo per gestire attivamente le riserve in valuta estera da parte del governo cinese è stato l'istituzione della Central Huijin Investment Limited (Central Huijin) alla fine del 2003. La società si occupa principalmente di sfruttare le attività di riserva in valuta estera per investire in banche commerciali cinese e borse valori di proprietà statale, ai fini di realizzare la loro quotazione in casa e all'estero. Il secondo passo è stato la creazione del China Investment Corporation (CIC) nel settembre 2007, per migliorare i ritorni delle attività di riserve valutarie attraverso l'investimento diversificato.

La Central Huijin è stata fondata nel dicembre 2003 con un capitale sociale di 372.465 milione di yuan. All'inizio l'obiettivo principale era investire sulle principali istituzioni finanziarie statali (banche e borse valori), rappresentare lo Stato cinese per esercitare i diritti e adempiere gli obblighi degli investitori secondo la legge, al fine di aumentare il valore delle attività finanziarie statali.



Dopo la costituzione del CIC, attraverso la fusione la Central Huijin diventa una consociata interamente controllata dal CIC. La società ha un proprio Consiglio di Amministrazione e Consiglio dei Supervisor, è responsabile nell'investire e detenere le partecipazioni delle principali imprese finanziarie statali, di esercitare i diritti degli azionisti per conto dello Stato; non può svolgere qualsiasi altra attività commerciale, non può intervenire nelle operazioni quotidiane delle sue holding.

Il 29 settembre 2007 nasce il CIC con una dotazione di 1550 miliardi di yuan (200 miliardi di dollari) e con sede a Pechino. Il CIC non ha libero accesso alle riserve in valuta estera della Repubblica Popolare Cinese, bensì è nato mediante l'emissione graduale di obbligazioni speciali (con date di scadenza tra 10 e 15 anni) che devono garantire un interesse del 4,5% ai sottoscrittori. Questo implica che ai ritorni sull'investimento va aggiunto il costo generato dal pagamento degli interessi delle obbligazioni. A detta dello stesso Lou Jiwei (ex presidente), per coprire i soli costi operativi, il CIC deve garantire un ritorno sui propri investimenti di almeno 10-13 punti percentuali. Il fondo deve generare profitti giornalieri per circa 300 milioni di yuan, all'incirca 15 miliardi di dollari, per non andare in perdita.

Il 28 agosto vengono emesse le prime obbligazione da parte del Ministero delle Finanze, per un valore totale di 600 miliardi di yuan con scadenza a 10 anni e un rendimento del 4,3%. Il trasferimento della somma alla Banca Popolare Cinese avviene tramite l'Agricultural Bank of China e copre i costi per

l'acquisizione e il trasferimento della Central Huijin sotto l'egida del CIC. Nel mese di ottobre si conclude l'ultimo versamento alla Banca Popolare Cinese, per un totale di 67 miliardi di yuan destinati all'acquisizione della Central Huijin. Nella tabella 4.3 viene riportato la situazione di emissione.

<b>Emissione</b>	<b>Importo(RMB miliardi)</b>	<b>Rendita</b>	<b>Accesso</b>
28/08/2007	600,00	4,30%	PBoC <sup>18</sup>
17/09/2007	31,97	4,68%	Pubblico
21/09/2007	35,09	4,46%	Pubblico
28/09/2007	36,32	4,55%	Pubblico
02/11/2007	34,97	4,49%	Pubblico
19/11/2007	35,65	4,50%	Pubblico
11/12/2007	750,00	4,45%	PBoC
14/12/2007	26,35	4,41%	Pubblico
<b>Totale</b>	<b>1550,35</b>		

Tab4.3 Vendita delle obbligazioni preferenziali  
Fonte: Alessandro Arduino (2009)

Un'altra società interamente controllata da CIC è China Investment Corporation International Co.,Led. (CIC International). Essa e la Central Huijin svolgono le loro attività separatamente. Il CIC International è stato fondato nel 2011, ha assunto tutte le attività di investimento all'estero precedentemente

<sup>18</sup> People's Bank of China.

intraprese da CIC, e ha ereditato i principi operativi originali e le modalità di funzionamento del CIC, persiste su un funzionamento di gestione indipendente e commerciale.

### 4.3 La struttura organizzativa del CIC

Secondo la "People's Republic of China Company Law", il CIC ha istituito una struttura completa di governance aziendale, tra cui il Consiglio di Amministrazione, il Consiglio dei Supervisor e il Comitato Esecutivo. Il CIC agisce nel rispetto della legge della Repubblica Popolare Cinese, dello statuto societario e delle linee guida stabilite dal Consiglio di Amministrazione, e riporta direttamente al Consiglio di Stato che rappresenta lo Stato e ha il potere di esercitare i diritti degli azionisti. La Central Huijin si avvale di un proprio Consiglio di Amministrazione nonché di un proprio Consiglio di Supervisor e Direttori Esecutivi.

#### *Il Consiglio di Amministrazione del CIC*

Il Consiglio di Amministrazione si occupa della direzione e gestione delle attività operative dell'azienda, di valutare le prestazioni complessive della società, e di prendere decisioni in base allo statuto dell'azienda. Il consiglio di amministrazione, a seconda degli obiettivi definiti dal Consiglio di Stato, stabilisce le strategie di sviluppo, le politiche commerciali e i piani di investimento. Il ruolo del consiglio di amministrazione comprende anche:

definire lo sviluppo e l'attuazione delle decisioni strategiche della società, stabilire i principali rapporti da trasmettere agli azionisti, nomina e revoca dei dirigenti, decidere od autorizzare l'approvazione delle istituzioni della struttura di gestione interna, eccetera.

Sotto il Consiglio di Amministrazione si trovano invece il Comitato per la Remunerazione e il Comitato Esecutivo.

Il Consiglio di Amministrazione oggi è composto da dieci persone:

<b>Ding Xuedong</b>	Presidente, Chief Executive Officer
<b>Li Keping</b>	VicePresidente, General Manager, Chief Investment Officer
<b>Liu Zhongli</b>	Direttore indipendente, Presidente dell'Associazione Cinese dei Dottori Commercialisti
<b>Wang Chunzheng</b>	Direttore indipendente, ex Ministro delle Finanze
<b>Zhang Xiaoqiang</b>	Direttore non esecutivo, Viceministro della Commissione per lo Sviluppo e le Riforme Nazionale
<b>Li Yong</b>	Direttore non esecutivo, ex Viceministro delle Finanze
<b>Chen Jian</b>	Direttore non esecutivo, ex Viceministro del Commercio
<b>Hu Xiaolian</b>	Direttore non esecutivo, Vicegovernatore della Banca popolare Cinese
<b>Fang Shangpu</b>	Direttore non esecutivo, Vicedirettore della State Administration of Foreign Exchange
<b>Li Xin</b>	Direttore del Dipartimento delle Risorse Umane

## *Il Consiglio dei Supervisor del CIC*

Il consiglio dei supervisor si occupa di sorvegliare la condotta e l'etica degli amministratori e dirigenti, garantire l'efficace funzionamento delle procedure di controllo interne, e fare rapporti agli azionisti. Inoltre il consiglio dei supervisor gestisce anche il servizio di controllo interno, è responsabile dell'assunzione di audit esterno, di sorvegliare la contabilità e lo stato finanziario della società. Il consiglio dei supervisor è un membro del comitato esecutivo e partecipa attivamente alle riunioni del consiglio.

Sotto il consiglio dei Supervisor sono presenti il Comitato di Sorveglianza e il Comitato Audit.

Il Consiglio dei Supervisor è composto dai seguenti persone:

<b>Li Xiaopeng</b>	Presidente del Consiglio dei Supervisor
<b>Dong Dasheng</b>	Supervisore, Vice Revisore Generale di National Audit Office of the People's Republic of China
<b>Zhou Mubing</b>	Supervisore, Vice Chairman of China Banking Regulatory Commission
<b>Zhuang Xinyi</b>	Supervisore, Vice Chairman of China Securities Regulatory Commission
<b>Cui Guangqing</b>	Vicesegretario della Commissione Disciplinare, Direttore dell' Ufficio di Consiglio delle autorità di vigilanza/ Revisione interna, Supervisor of staff

## *Il Comitato Esecutivo del CIC*

Il Comitato Esecutivo è responsabile delle operazioni quotidiane del fondo, ha la completa indipendenza e autorità nella scelta degli investimenti da intraprendere e deve rispondere dei medesimi solo al Consiglio di Amministrazione e annualmente al Consiglio di Stato.

Il Comitato Esecutivo oggi è composto dai seguenti Direttori Esecutivi:

<b>Ding Xuedong</b>	Presidente, Chief Executive Officer
<b>Li Keping</b>	VicePresidente, General Manager, Chief Investment Officer
<b>Li Xiaopeng</b>	Presidente del Consiglio dei Supervisor
<b>Fan Yifei</b>	Vice-general Manager
<b>Xie Ping</b>	Vice-general Manager, ex General Manager della Central Huijin Investment Corporation
<b>Liang Xiang</b>	Vice-general Manager, Segretario della Commissione Disciplinare
<b>Xie Zhichun</b>	Vice General Manager
<b>Zhou Yuan</b>	Chief Strategy Officer, Direttore del Dipartimento Finanziario e Contabile
<b>Guo Xiangjun</b>	Chief Risk Officer, Direttore del Dipartimento per la Gestione del Rischio
<b>Hua Hua</b>	Chief Information Technology Officer, Direttore del Dipartimento Operativo
<b>Zhao Haiying</b>	Membri del Comitato Esecutivo, Vice General

## Manager della Central Huijin Investment Limited

Al Comitato Esecutivo del CIC fanno capo i vari dipartimenti del gruppo.

### *I Dipartimenti*<sup>19</sup>

#### **Dipartimento per le Pubbliche Relazioni e Cooperazione Internazionale**

È incaricato della gestione delle relazioni estere del fondo con i media, con le società e i governi legati alle azioni del CIC. Ha il compito di analizzare i criteri di accesso ai mercati chiave e le normative pubbliche del paese che riceve l'investimento. Inoltre ad esso spetta l'analisi macroeconomica e lo studio a livello nazionale dell'economia mondiale, da presentare a ogni sessione decisionale legata agli affari internazionali.

#### **Dipartimento legale**

È preposto alla gestione dei rischi legali, con il compito di analizzare l'operato degli altri dipartimenti, prevenendo possibili azioni nei confronti del fondo riguardanti gli investimenti in paesi esteri. Esso segue anche l'organizzazione interna del lavoro, al fine di preservare il gruppo da controversie inerenti alla legge sui lavoro della Repubblica Popolare Cinese e da altre problematiche nazionali.

#### **Dipartimento operativo**

Ha l'incarico dell'amministrazione e delle operazioni giornaliere all'interno del gruppo, con controlli atti a verificare la corretta implementazione delle

---

<sup>19</sup> Alessandro Arduino. Il fondo sovrano cinese, 2009.

procedure e delle azioni deliberate dal Consiglio di Amministrazione, nonché delle attività giornaliere necessarie al corretto funzionamento dei vari dipartimenti.

### **Dipartimento Ricerca e Allocazione Risorse Strategiche**

È responsabile dello studio e sviluppo delle strategie di allocazione delle riserve. Determina la tipologia e la quantità dell'investimento e produce una dettagliata analisi dei rischi associati, fornendo i dati relativi ai maggiori mercati finanziari.

### **Dipartimento Investimenti Obbligazionari**

Dispone di un proprio portafoglio di investimento, esclusivamente legato al settore obbligazionario, opera seguendo le direttive del piano di investimento del fondo. Oltre a porre all'attenzione del Comitato Esecutivo la possibilità di nuovi investimenti, può ricorrere all'aiuto di consulenti esterni.

### **Dipartimento per gli Investimenti a Reddito Fisso**

È responsabile dello sviluppo delle strategie e dell'applicazione delle medesime agli investimenti internazionali a reddito fisso. Oltre alla gestione del proprio portafoglio di investimento, ha il compito di fornire rapporti dettagliati sull'evoluzione dei mercati internazionali e sui rischi associati.

### **Dipartimento per gli Investimenti Alternativi**

Ha l'incarico della scelta e della gestione del portafoglio degli investimenti alternativi, quelli non gestiti dai due dipartimenti sopramenzionati. La tipologia di investimento spazia dagli immobili sino al capitale di rischio.



### **Dipartimento per la Gestione del Rischio**

È uno dei più importanti all'interno del fondo. Ha la responsabilità di creare modelli matematici per l'analisi, la previsione e la gestione del rischio negli investimenti. Deve monitorare l'evoluzione del rischio negli investimenti in essere, al fine di gestire e mitigare le possibili crisi dovute a una caduta del mercato.

### **Dipartimento Finanziario e Contabile**

È responsabile della gestione della contabilità interna e della stesura dei rapporti finanziari annuali, in accordo con la legge cinese. È incaricato di gestire il conto spese annuale e di monitorare le transazioni in entrata e in uscita dal fondo.

### **Dipartimento delle Risorse Umane**

È preposto alla gestione del personale, dall'acquisizione di nuove risorse fino alla pianificazione della carriera e allo sviluppo interno delle figure professionali.

### **Dipartimento Informatico**

È responsabile delle infrastrutture informatiche e della rete del fondo.

### **Dipartimento per la Supervisione**

Vigila sugli altri dipartimenti e sui componenti dei medesimi affinché vengano rispettate le procedure di controllo, sicurezza ed etica previste dal fondo. Esso è responsabile della disciplina e della condotta del personale.

## 4.4 La cultura aziendale

Il CIC attribuisce grande importanza a plasmare e sviluppare la cultura aziendale, svolge attivamente l'attività di costruzione della cultura aziendale, e nel luglio 2012 ha emesso il "Consenso culturale del CIC".

Il "Consenso culturale del CIC" è l'accumulo di saggezza fin dalla costituzione fondato sul duro lavoro, sull'innovazione e sulla costante crescita; è il consenso raggiunto dopo l'incorporazione degli sfondi multiculturali, delle idee, degli ideali di tutte le persone; è anche la linea guida di etica e valore spirituale per la coesione e lo sviluppo sostenibile della società. Il "Consenso culturale del CIC" chiarisce la missione, la visione e i valori fondamentali del CIC, che segna l'istituzione di un sistema completo di cultura aziendale.

**La missione:** impegnarsi a realizzare gli investimenti diversificati delle riserve estere, massimizzare i rendimenti per gli azionisti nell'ambito di un rischio controllabile, al fine di servire lo sviluppo economico del paese e l'approfondimento della riforma del sistema finanziario.

**La visione:** diventare un rispettato fondo sovrano di prima classe.

**I valori fondamentali:** responsabilità, coesione, professionalità, intraprendenza.

**Le promesse:**

- ◆ Per gli azionisti: impegnare a massimizzare la redditività sugli investimenti a lungo termine;
- ◆ Per i dipendenti: attuare una strategia di tipo people-oriented, prendersi cura dei dipendenti, aiutare i dipendenti a ottenere successi;

- ◆ Per la società: adempiere alle proprie responsabilità, sviluppare in via comprensivo;
- ◆ Per le istituzioni interessate: supportare a pieno, andare avanti insieme;
- ◆ Per i partners: fornire la fiducia reciproca, realizzare la cooperazione e la situazione win-win.

## 4.5 La strategia di investimento e lo stato degli investimenti

### 4.5.1 Strategia di investimento

Nella cerimonia di quotazione, l'ex presidente del CIC Lou Jiwei ha detto che il CIC investirà principalmente in portafogli di prodotti finanziari esteri, per massimizzare il reddito a lungo termine, e nello stesso tempo continuerà a iniettare capitale alle istituzioni finanziarie nazionali e a svolgere mansioni per conto dell'investitore. Ci sono due obiettivi per il CIC: in primo luogo, massimizzare i ritorni di lungo termine sugli investimenti, servendosi di un portafoglio di titoli esteri ben bilanciato, e, in secondo luogo, ricapitalizzare importanti istituzioni finanziarie domestiche di proprietà statale e migliorare la corporate governance delle istituzioni finanziarie della holding. La dichiarazione di Lou Jiwei riflette il fatto che il CIC esegue una strategia d'investimento ibrida, tra cui investimenti in "portafoglio di titoli esteri" sono una strategia di investimento di diversificazione, mentre "le iniezioni di capitali in istituzioni finanziarie nazionali" e "il miglioramento della corporate governance delle istituzioni finanziarie della holding" sono una strategia di investimento

strategica.

#### 4.5.2 Caratteristiche del portafoglio estero

Il portafoglio estero si compone di investimenti a lungo termine, azioni, titoli a reddito fisso, titoli a reddito assoluto e prodotti cash (vedi Fig4.4). Tra i titoli a reddito fisso, il CIC ha investito principalmente in obbligazioni sovrane dei paesi sviluppati (vedi Fig4.5). Le partecipazioni azionarie sono state investite principalmente nel mercato statunitense (vedi Fig4.6) e i settori in cui gli investimenti sono concentrati sono quelli finanziari, dei beni di consumo, dell'information technology e delle energie (vedi Fig4.7).



Fig4.4 Distribuzione e percentuale di portafoglio estero(fino al 31 Dicembre 2012)  
Fonte: sito del CIC

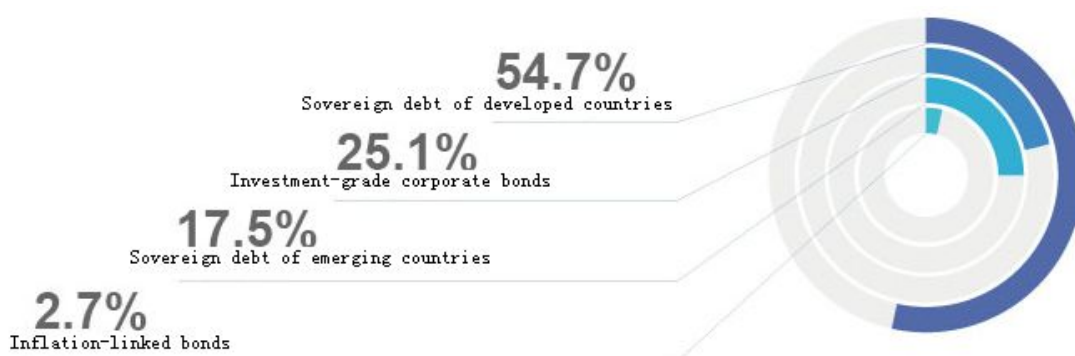


Fig4.5 Distribuzione del tipo a reddito fisso del portafoglio estero(fino al 31 Dicembre 2012)  
Fonte: sito del CIC

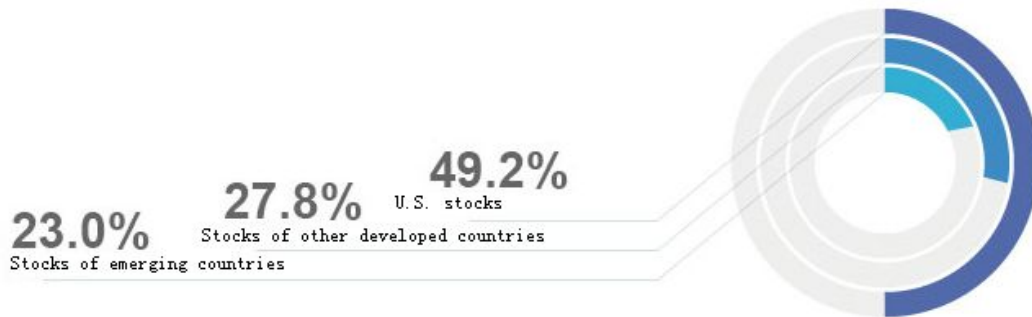


Fig4.6 Distribuzione geografica degli investimenti azionari nel mercato aperto (fino al 31 Dicembre 2012)

Fonte: sito del CIC

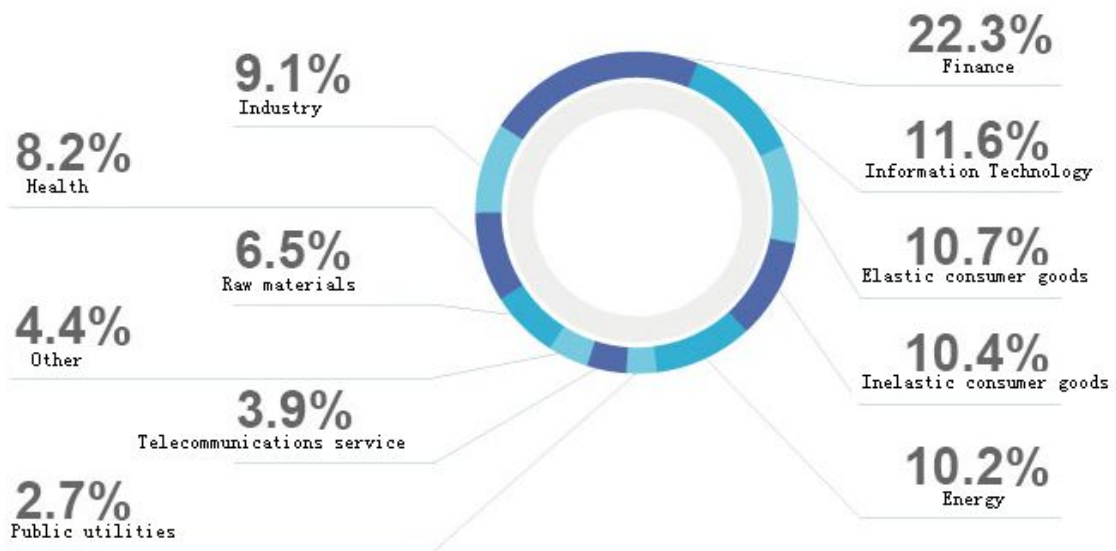


Fig4.7 Distribuzione dei settori degli investimenti azionari nel mercato aperto (fino al 31 Dicembre 2012)

Fonte: sito del CIC

### 4.5.3 Casi di investimenti

#### Investimenti iniziali

Il CIC fin dal suo origine, a causa del suo investimento in Blackstone Group, Morgan Stanley etc. che erano aziende in forte perdita, era stato ampiamente messo in discussione dall'opinione pubblica.

## **Blackstone Group**

Alla fine del maggio 2007, cioè prima della effettiva creazione del CIC, la State Investment Company (predecessore del CIC) ha fatto il suo primo passo sui mercati esteri: attraverso la China Investment Corporation (una società interamente controllata da Central Huijin) ha partecipato al Blackstone Group. Nell'offerta pubblica d'acquisto del Blackstone Group, ha speso 3 miliardi di dollari, acquistando 101 milioni di azioni senza diritto di voto con 29,605 di dollari per azione e ha promesso che la durata di detenzione non sarebbe stata inferiore ai 4 anni. Trascorso il periodo di 4 anni, il CIC potrà vendere un terzo delle azioni ogni anno.

Blackstone Group è una dei principali istituzioni esperte nell'asset management alternativo e nei servizi di consulenza finanziaria. Il CIC ha scelto Blackstone probabilmente a causa della sua posizione di leader negli investimenti di private equity, dei suoi concetti avanzati di gestione patrimoniale e del suo alto livello di reddito. È difficile per noi trovare altri motivi più idonei a sostegno di questo investimento del CIC, in quanto presenta molti motivi di perplessità.

In primo luogo, bloccare il periodo di detenzione per 4 anni è discutibile. Bloccare il periodo di detenzione non significa una interruzione dei rendimenti dei titoli. Anzi, il CIC ha scommesso i suoi profitti sul mercato azionario degli Stati Uniti. Quattro anni sono sufficienti per provocare enormi cambiamenti nel mercato azionario. Inoltre, la crisi dei mutui subprime è emersa proprio in quel

momento, il mercato dei mutui ha una crisi significativa, l'incertezza dell'ambiente economico degli Stati Uniti aumenta. Anche se Blackstone non ha affari su Collateralized Debt Obligation e su altri prodotti subprime, è chiaro che l'effetto a catena della crisi dei mutui subprime si diffonderà sulle banche e sugli altri soggetti del settore finanziario e che si tradurrà in un alto costo del finanziamento sul mercato dei capitali, che metterà pressione sulla catena degli approvvigionamenti di fondi di Blackstone. Quindi questo limite di investimento non solo limita la liquidità di 3 miliardi di dollari nel quattro anni, ma si nasconde dietro a questo un rischio sistemico elevato. Per il CIC, questa è una condizione di investimento molto sfavorevole.

In secondo luogo, è contrario allo scopo di alleviare l'eccesso di liquidità interna. Prima, Blackstone Group non aveva investimenti in Cina, ma dopo l'investimento del CIC in Blackstone, Blackstone ha realizzato due investimenti in Cina: il 10 settembre 2007, Blackstone ha acquistato il 20% delle azioni di Blue Star Group per 600 milioni di dollari; nell'agosto 2008, Blackstone ha investito in progetti immobiliari commerciali di ZhongSheng Gruppo per un ammontare superiore ai 4,5 miliardi di yuan. Questo significa che il capitale del CIC dopo aver fatto un giro è ritornato in Cina, solo che un alto profitto è stato acquisito da Blackstone.

In terzo luogo, la scelta delle azioni senza diritto di voto comporta una posizione passiva. Sebbene le azioni senza diritto di voto possono ridurre le preoccupazioni da parte del paese beneficiario sui fini governativi che si

nascondono dietro il CIC, tuttavia sorge la questione di come tutelare gli interessi di investimento. Inoltre, come risarcimento delle azioni senza diritto di voto, Blackstone ha promesso che il CIC può ottenere diritti di proprietà nel caso di distribuzione di dividendi e di liquidazione. Questo non garantisce un reddito sicuro per il CIC; solo nel caso di un funzionamento sfavorevole del Blackstone Group o addirittura nel caso della liquidazione a causa di un possibile fallimento, può ridurre la perdita del CIC.

In quarto luogo, vi è un grande rischio sugli strumenti di investimento. Il nascente CIC dovrebbe partire dalla prudenza e conservazione e dovrebbe selezionare gli strumenti finanziari posti sulla parte anteriore dello spettro di rischio (basso rischio), per poi svilupparsi dal basso verso l'alto in base al rischio. Gli strumenti finanziari dello spettro di rischio sono ordinati dal basso verso l'alto in base al rischio: titoli di stato, titoli di governo, obbligazioni di agenzie, prodotti del mercato monetario, prodotti finanziari immobiliari, obbligazioni societarie, titoli azionari di società industriali, titoli azionari di società finanziarie, prodotti derivati. Ma sembra che questo investimento in Blackstone da parte di CIC abbia direttamente saltato tale spettro. Perché l'attività di investimento di Blackstone Group è estremamente variegato, rendendo il prezzo delle azioni più dipendente dal mercato azionario globale. Quindi la sua azione in una certa misura ha l'effetto di futures su indici azionari. Il primo investimento del CIC è stato con uno strumento finanziario derivato, che è ovviamente in contrasto con l'idea di investimento incrementale che



parte dal basso verso l'alto dello spettro di rischio degli strumenti finanziari. Dopo la quotazione di Blackstone, il prezzo delle azioni è stato sempre in una situazione di problematicità. Una settimana dopo la quotazione il prezzo è sceso al di sotto del prezzo di OPA. A causa del cattivo contesto economico esterno portato dalla crisi dei subprime, il prezzo delle azioni ha continuato a cadere continuamente. Questo investimento riflette che l'idea di investimento del CIC non è abbastanza chiara, l'esperienza di investimento non è matura, e il CIC non forma un'efficace meccanismo decisionale di investimento.

### **Morgan Stanley**

Nel 19 dicembre 2007, il CIC ha stipulato un contratto di investimento con Morgan Stanley. Secondo il contratto, il CIC compra circa \$ 5.6 miliardi di unità convertibili che devono essere trasformati in azioni ordinarie alla scadenza. La durata di detenzione è di due anni e sette mesi. Gli interessi vengono pagati trimestralmente in conformità con gli interessi annui del 9%. Dopo la scadenza, si convertono in azioni ordinarie, la fascia di riferimento dei prezzi di conversione è nell'intervallo tra \$ 48,07-\$ 57,684 per azione, il prezzo massimo di conversione non può superare il 120% del prezzo di riferimento. Dopo la conversione completa, la quota delle azioni detenuta dal CIC non supererà il 9,9% del capitale sociale di Morgan Stanley. L'investimento di CIC in Morgan Stanley si è focalizzato sul suo potenziale di crescita a lungo termine, in particolare sulla sua posizione di mercato nel settore

dell'investment banking e di asset management. Invece la crisi dei mutui subprime di questa volta sembra aver creato una buona opportunità per il CIC.

Colpito dalla crisi dei mutui subprime, solo nel 2007 il prezzo delle azioni di Morgan Stanley si è ridotto quasi del quaranta per cento. Il valore di mercato del capitale che valeva oltre 800 miliardi di dollari all'inizio anno è stato diminuito a 500 miliardi di dollari entro la fine dell'anno. Fino al momento dell'accordo per questo investimento del CIC, Morgan Stanley aveva annunciato due grandi svalutazioni del capitale sociale. Nel quarto trimestre del 2007 le perdite legate alla crisi subprime erano pari a 9,4 miliardi di dollari. Anche i profitti erano scesi bruscamente, l'utile netto nel 2007 era di 2,563 miliardi di dollari, era largamente al di sotto del profitto annuo pari al 6,335 miliardi di dollari nel 2006. Pertanto, in un momento di urgente bisogno di capitali per la Morgan Stanley e necessità di respiro da questa situazione difficile, è apparso il CIC portando con sé grandi riserve di capitali, che senza dubbio sono state tempestive per la Morgan Stanley, e il CIC poteva ottenere un più favorevole prezzo di riferimento per l'investimento.

Inoltre, a causa della crisi dei mutui subprime dei mercati finanziari statunitensi e a causa dell'estrema mancanza di capitali delle istituzioni finanziarie, la resistenza del governo statunitense all'investimento da parte dei fondi sovrani si è indebolite. A seconda dell'intervallo dei prezzi di conversione, la percentuale di azioni detenuta dal CIC non supera il 9,9%, il che in qualche

modo aggira il controllo preventivo da parte del Committee on Foreign Investment sotto il controllo del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti.

Dal punto di vista di un contesto economico prevalente e degli obiettivi di investimento del CIC, ci sono però alcuni punti preoccupanti.

In primo luogo, questo investimento non contribuisce a ridurre l'eccessiva liquidità in Cina. A fronte di un mercato così interessante come la Cina, il business futuro di Morgan Stanley sarà certamente più sbilanciato a favore della Cina. Nel Giugno 2008, Morgan Stanley e China Funtune Securities of ShangHai hanno costruito un fondo insieme, ciò significa che una parte dei capitali del CIC ritorna di nuovo nel mercato interno, è chiaro che questo non è favorevole per alleviare l'eccesso di liquidità interna.

In secondo luogo, il rischio delle obbligazioni a conversione obbligatoria è troppo alto. Il rischio delle obbligazioni convertibili è inferiore a quello delle azioni, mentre il rischio di questo tipo di obbligazioni a conversione obbligatoria è più alto di quello delle azioni. Durante il periodo di detenzione delle unità convertibili, queste unità convertibili hanno le caratteristiche delle obbligazioni che possono ricevere il 9% di reddito annuo. Anche se il 9% è inferiore rispetto al tasso del 13% che garantisce la copertura dei costi del CIC, è sufficiente a coprire gli interessi del 4,5% per emettere obbligazioni e a pagare dal 2% al 3% delle commissioni di gestione e costi di transazione, e questo rendimento è quasi privo di rischio. Quando saranno convertite in azioni ordinarie alla scadenza, il prezzo del mercato delle azioni di Morgan

Stanley sarà di circa 26 dollari, meno del prezzo di conversione di 48,07 dollari, il CIC si troverà ad affrontare una perdita enorme. Ovviamente, tali strumenti di investimento sono molto simili a gli stock futures<sup>20</sup>.

### **Investimenti dopo la modificazione della politica di investimento**

Nel 2009, il CIC ha cambiato la sua strategia di investimento che metteva troppa enfasi sui mercati finanziari in Nord America e in Europa, concentrandosi sui mercati nazionali ed esteri emergenti. Si investe principalmente in risorse, immobiliare e altre attività non finanziarie che hanno più capacità di resistere all'inflazione. Nel Luglio 2009, il CIC ha speso 211 milioni di sterline (circa 2,5 miliardi di yuan), acquistando circa 1,1% del capitale della più grande società di vino del mondo Diageo, diventando il nono più grande investitore nella società. Nel settembre, il CIC ha investito 1,9 miliardi di dollari acquistando gli strumenti obbligazionari emessi dal più grande produttore di carbone in Indonesia -- PT Bumi Resources; ha sottoscritto le nuove azioni del ShangHai Glorious Property Holdings Limited che si è quotato in Hong Kong, con 20-30 milioni di dollari, per supportare i nuovi progetti immobiliari in ShangHai, Hefei e in altre zone; con 850 milioni di dollari, pari a 12,91% del capitale di uno dei più grandi fornitori di prodotti agricoli e di materie prime industriali in Asia - Hong Kong Noble Group; si è

---

<sup>20</sup> <http://business.sohu.com/20100818/n274294735.shtml>

accordato per sottoscrivere il 2,3% del capitale del Poly (Hong Kong) Investments Limited, con un valore pari al 409 milioni di HK.

#### 4.6 I problemi attuali e le pressioni

A causa della grande dimensione del CIC e del contesto della Cina, la sua creazione ha suscitato diffusa preoccupazione in paesi occidentali. L'economista Brad Setser del Council on Foreign Relations degli Stati Uniti ha individuato le preoccupazioni riguardo al CIC su cinque aspetti: in primo luogo, le fonti di finanziamento derivano da obbligazioni emesse dal Ministero delle Finanze, che comportano la necessità di pagare gli interessi alla scadenza; in secondo luogo, attraverso gli investimenti in valuta estera, il CIC è di fronte a un enorme rischio di cambio; in terzo luogo, oltre a fare investimenti esterni, il CIC deve anche iniettare capitali nelle banche commerciali nazionali ; in quarto luogo, GDP per capita della Cina è inferiore a quello di altri paesi che hanno fondi sovrani, quindi la Cina deve garantire un reddito relativamente più grande rispetto ad altri paesi; in quinto luogo, la dimensione del CIC comporta maggiore preoccupazione<sup>21</sup>.

Al CIC è affidato il compito di investimento strategico e riqualificazione industriale di imprese nazionali, inoltre ha come scopo primario di lucro di fare investimenti all'estero. L'obiettivo stabilito del CIC è troppo complesso, ed è in conflitto con considerazioni di funzionamento puramente commerciali.

---

<sup>21</sup> <http://zlk.wyxsx.com/Article/jingji/2011/11/268325.html>

La struttura di governance interna è fortemente collegata all'amministrazione statale<sup>22</sup>. La creazione del CIC è basata sul vigente "People's Republic of China Company Law" ed è approvata da parte del Consiglio di Stato. Tuttavia, nella costituzione e gestione della società, esistono ancora molti posti che sono contrari con la legge. Ad esempio, "People's Republic of China Company Law" afferma che "nessun dipendente pubblico può servire come amministratore, supervisore e manager della società". Tuttavia, una parte dei direttori, supervisori e managers del CIC è ancora assunto da funzionari pubblici nazionali

Secondo lo scoreboard di Truman, il CIC risulta un fondo poco trasparente con un punteggio di 29 su 100. Soprattutto nell'ambito della rapportistica e della definizione di comportamenti di portafoglio, i punti conseguiti risultano molti bassi. Il Linaburg-Maduell Index fornisce un punteggio pari a 6 su 10. Dal punto di vista della vigilanza, il CIC non è sottoposto ad alcuna autorità regolatrice in quanto risponde direttamente al Consiglio di Stato, ed è sullo stesso piano della banca centrale nonché di altri organi di vigilanza finanziaria. La mancanza di trasparenza e il fatto di non essere sottoposto ad alcuna autorità di vigilanza hanno suscitato notevoli preoccupazioni presso i governi dei paesi occidentali.

---

<sup>22</sup> Come si vede dalle liste riportate in precedenza.

## 4.7 Le raccomandazioni politiche

1) Bisogna rendere chiare le relazioni esistenti tra società, dipartimenti governativi (comprendenti la Banca Centrale, il Ministero delle Finanze e gli altri ministeri) e Autorità di regolamentazione finanziaria, costruire un meccanismo di governance efficiente e trasparente. Una definizione non chiara delle relazioni si tradurrà in un'eccessiva interferenza da parte dello Stato verso l'azienda, influenzandone l'operatività commerciale<sup>23</sup>. Un fondo sovrano di successo, come Government Investment Corporation di Singapore e Abu Dhabi Investment Authority, cerca sempre di evitare le interferenze dello Stato, adottando una modalità di funzionamento più simile alle istituzioni di investimento privato. Tra i dipendenti del Government Investment Corporation di Singapore e Abu Dhabi Investment Authority non sono quasi mai presenti dipendenti statali, gran parte dei dipendenti è personale specializzato nell'investimento assunti dall'esterno.

2) È necessario arruolare personale che possieda buone esperienze nell'investimento internazionale, in modo da poter acquisire le esperienze delle strutture di successo. La crisi economica ha portato al crollo molte grandi istituzioni finanziarie, il CIC dovrebbe cogliere questa occasione e attrarre i talenti di investimento di prima classe, in modo da colmare la mancanza di

---

<sup>23</sup> ZhangMing, I fondi sovrani e le società di investimento, confronto tra i diversi sistemi economici e sociali, 2008.

personale qualificato all'interno dell'azienda<sup>24</sup>. Inoltre, il CIC potrebbe adottare il metodo dell'esternalizzazione parziale, dare una parte dei fondi in gestione alle organizzazioni specializzate in investimento, e cercare di collaborare con queste ultime. In tal modo può garantire sia un ritorno maggiore degli investimenti sia l'acquisizione delle esperienze di gestione degli investimenti, nello stesso tempo può anche permettere all'azienda di evitare i conflitti politici che avrebbe dovuto affrontare nella concorrenza del mercato internazionale.

3) Nella selezione dell'investimento in prodotti finanziari, bisogna essere bravi a contrastare i rischi, bisogna prestare attenzioni ai rischi potenziali presenti nella crescita economica della Cina, scegliere quei paesi con politiche di investimento che non hanno una correlazione positiva o che addirittura possiedono una correlazione negativa con la fluttuazione economica della Cina. Ad esempio, la diminuzione delle esportazioni della Cina sta a significare una possibile aumento delle esportazioni dell'India, quindi è possibile acquistare le azioni delle società commerciali indiane in modo da contrastare i rischi. La competizione presente all'interno del mercato finanziario cinese è abbastanza debole, perciò si possono acquistare partecipazioni nelle istituzioni finanziarie internazionali di successo, condividendo così i ritorni derivanti dagli investimenti. La limitazione delle risorse può provocare il rialzo del prezzo del petrolio, il costo delle importazioni di petrolio crescerà in modo progressivo, quindi è possibile acquisire anche partecipazioni nelle società

---

<sup>24</sup> ShunYan. Discussione circa l'ascesa e l'influenza dei fondi sovrani. Osservazione finanziario, 2008.



petrolifere estere, al fine di bilanciare le perdite derivanti dall'elevata crescita del costo del petrolio con i profitti ricavati dagli aumenti delle azioni di società petrolifere<sup>25</sup>.

4) Avere rispetto nei confronti dei consigli dati dalle organizzazioni economiche internazionali, rispettare in modo consapevole e attuare in pieno i principi di Santiago, divulgare le informazioni in modo ragionevole e tempestivo, migliorare continuamente la trasparenza dell'azienda. Partecipare attivamente alla formazione delle norme internazionali, e rafforzare la collaborazione con gli altri fondi sovrani, costituire delle alleanze strategiche; inoltre è necessario stabilire uno stretto coordinamento con gli Stati Uniti, l'Europa e l'IMF, in modo da creare un ambiente di investimento più favorevole a se stesso.

L'ex Ministro degli Esteri Cinese Yang Jiechi ha detto che nel mondo molti paesi hanno i fondi sovrani, fare un buon uso dei fondi sovrani in conformità alle norme internazionali è vantaggioso per lo sviluppo di ogni paese. Quindi siccome ogni paese ne trae dei benefici, allora è più equo che le regole siano stabilite insieme<sup>26</sup>. Lo stato attuale delle riserve valutarie della Cina è tra i primi del mondo, il suo contributo è noto a tutti, ha tutte le basi e condizioni per partecipare alla definizione delle regole del gioco internazionale. Tuttavia la partecipazione va fatta nei termini dello sviluppo pacifico, dello scambio di

---

<sup>25</sup> HeFan. Non aspirare alla vittoria con una mossa rischiosa, 6 maggio 2008.

<sup>26</sup> Nel 12 marzo 2008, durante una conferenza stampa della prima riunione del Undicesimo Congresso Nazionale del Popolo, il Ministro degli Esteri Cinese Yang Jiechi ha sottolineato, secondo le regole del gioco internazionale, fare un buon uso dei fondi sovrani, è vantaggioso per tutti i paesi, perciò le regole del gioco vanno stabilite insieme.

comunicazione, e con lo spirito del win-win insieme agli altri paesi.

5) Formulazione delle leggi pertinenti, standardizzazione del comportamento di investimento<sup>27</sup>. Al momento, molti paesi emergenti che avevano costituito i fondi sovrani prima della Cina hanno definito delle leggi relative, al fine di standardizzare i comportamenti di investimento. Ad esempio la Corea del Sud ha istituito “il diritto societario sull’investimento della Corea del Sud”, con l’obiettivo di standardizzare e limitare l’interferenza in gestione e funzionamento da parte del governo di Corea del Sud nei confronti delle società di investimento. Anche la Cina dovrebbe istituire tali leggi, rafforzare la vigilanza e gestione, standardizzare i comportamenti del CIC, al fine di garantire un normale funzionamento.

6) La sorveglianza e standardizzazione degli investimenti dei terzi in Cina, stabilire un meccanismo di prevenzione dei rischi a due vie.

Attualmente la Cina non è solo un paese esportatore di fondi sovrani, ma nello stesso tempo è diventato l’obiettivo di investimento degli altri paesi. Infatti, alcuni fondi sovrani stanno spostando l’attenzione dai paesi sviluppati ai paesi emergenti. Secondo le statistiche del FMI, circa il 22% dei fondi sovrani dei paesi esportatori di petrolio hanno spostato gran parte degli investimenti in Asia e Africa<sup>28</sup>. Perciò la Cina deve porre la sua attenzione non solo sugli ostacoli che i propri fondi sovrani possono incontrare negli investimenti verso gli altri paesi, ma soprattutto deve essere consapevole dell’influenza che i

---

<sup>27</sup> LiBin, Analisi del fondo sovrano in Cina, Finanza di ShangHai, 2007.

<sup>28</sup> IMF. Global Financial Stability Report (GFSR). April 2007.

fondi sovrani degli altri paesi possano portare verso il mercato nazionale. Deve controllare e regolamentare attivamente i comportamenti di investimento dei fondi sovrani esteri, stabilire dei meccanismi di prevenzione dei rischi.

## 4.8 Conclusioni

La creazione del CIC è fondata sulla necessità urgente per il governo cinese di ridurre lo stock di riserve valutarie e migliorare i rendimenti delle attività in valuta estera. Dal momento che il CIC attua una strategia di investimento ibrida tra investimenti strategici nazionali e investimenti di portafoglio estero, inevitabilmente porterà dubbi e resistenze da parte dei paesi ospitanti. La strategia ibrida di investimento rende anche difficile condurre una valutazione complessiva del CIC con un unico criterio di valutazione. Nella sua situazione attuale, il CIC deve chiarire la strategia di investimento, stabilire una posizione di investimento chiara, costruire un buono e trasparente meccanismo di corporate governance, migliorare il grado di apertura di mercati, ottimizzare la struttura degli investimenti, migliorare l'efficienza complessiva degli investimenti. Deve istituire organi di gestione del rischio e di controllo e partecipare attivamente alla formulazione attuale del codice di condotta dei fondi sovrani.

## Conclusioni

Negli ultimi anni, lo stato del capitale nazionale ha attirato sempre più attenzione da parte delle persone. I fondi sovrani sono di proprietà del governo, l'obiettivo centrale della gestione dei fondi sovrani è quello di perseguire un maggiore rendimento sul capitale. A livello mondiale lo sviluppo dei fondi sovrani ha avuto due picchi. Nel 21° secolo, in particolare la costituzione dei fondi sovrani in Cina e in altri paesi emergenti è diventata il centro di un ampio dibattito. I fondi sovrani sono prevalentemente di proprietà governativa, hanno un'enorme quantità dei fondi, la loro emergenza sembra arricchire il flusso dei capitali internazionali; sono diventati la nuova manifestazione della globalizzazione finanziaria. Esiste una serie di classificazioni dei fondi sovrani. Nel complesso, le loro caratteristiche distintive sono la concentrazione della dimensione patrimoniale, della distribuzione geografica, dei tempi di costruzione e delle fonti di finanziamento. Le loro fonti sono principalmente provenienti dall'aumento dei prezzi energetici che ha determinato un incremento dei ricavi dalle esportazioni e dal surplus della bilancia dei pagamenti esteri che ha portato un'espansione delle riserve di valuta estera. Da un lato, quando la maggior parte della provenienza dei loro fondi deriva da proventi delle esportazioni di energia, c'è una correlazione positiva tra i prezzi del petrolio e la dimensione del fondo sovrano. D'altra parte, la continua crescita delle riserve valutarie del paese porterà la banca centrale ad adottare metodi di gestione delle riserve più attive. È proprio approfittando delle riserve

valutarie del paese, che i fondi sovrani sono riusciti ad ottenere la massimizzazione dei redditi dagli investimenti.

I fondi sovrani sono in una certa misura il prodotto dello sviluppo della globalizzazione finanziaria, sono diventati un forza che ha un'influenza importante nei mercati finanziari. Il loro sviluppo è inscindibile dal funzionamento globale dei mercati finanziari, ma comporta un impatto sia positivo che negativo sui mercati finanziari. Con l'avvento della crisi finanziaria, si è manifestata una grande carenza di liquidità e una scarsa fiducia verso il mercato. I fondi sovrani, poichè sono investitori a lungo termine e non hanno bisogno di ritirare i capitali a breve termine, e di ridurre la leva finanziaria, sono ritenuti una forza stabilizzante per la finanza internazionale. Però, a causa delle grandi dimensioni dei fondi sovrani e della loro scarsa trasparenza, spesso inducono la gente a preoccuparsi che i loro investimenti possano causare fluttuazioni dei prezzi di mercato. Ma in generale, l'impatto dei fondi sovrani sui prezzi delle attività è limitato. I fondi sovrani a causa della loro proprietà governativa, la scarsa trasparenza, l'occultamento e il mistero delle informazioni, fanno aumentare le pressioni protezionistiche. Secondo il Linaburg-Madulle Transparency Index del Sovereign Wealth Fund Institute, attualmente la trasparenza dei principali fondi sovrani non è elevata. Le economie sviluppate prendendo come scusa che i fondi sovrani mancano di trasparenza e di regole di vigilanza, hanno imposto una serie di barriere per evitare questi investimenti di capitali nei mercati finanziari nazionali,

generando un protezionismo finanziario. La globalizzazione economica si scontrerà con i nuovi grandi ostacoli.

A livello internazionale, si è raggiunto gradualmente un consenso sulla sorveglianza e sulle disposizioni regolamentari di investimento dei fondi sovrani. Questi ultimi dovrebbero migliorare la trasparenza, e a loro viene richiesta trasparenza pubblica e concorrenza leale. Si richiede ai paesi beneficiari di non introdurre barriere di protezionismo finanziario e misure di restrizione. I Principi di Santiago vedono la trasparenza come un problema di base, il focus principale è intorno alle aree della struttura legale, obiettivi, coordinamento con le politiche macroeconomiche, aree del contesto istituzionale, struttura di governance, aree della gestione degli investimenti e del rischio nonché molti altri aspetti dei fondi sovrani, con l'obiettivo di regolare e guidare il comportamento degli investimenti e la gestione del rischio, di creare un ambiente di investimento internazionale aperto e trasparente. Diversi paesi hanno dato grande attenzione alla trasparenza dei fondi sovrani. I fondi sovrani devono combinare la situazione reale del proprio paese, seguendo un processo graduale, passando da una bassa trasparenza ad un'alta trasparenza.

Dal 2003 la rapida espansione delle riserve cinesi in valuta estera ha portato a un eccesso di liquidità nel mercato interno, il che porta ad una maggiore pressione per la banca centrale cinese per gestire la riserva in valute estere. Per raggiungere gli obiettivi strategici del fondo sovrano cinese, il

China Investment Corporation deve migliorare le regole di funzionamento commerciale orientate al mercato, evitare il rischio causato dai comportamenti amministrativi del governo, garantire l'indipendenza della società sulla base delle operazioni di mercato concorrenziale, realizzare come scopo primario l'aumento del valore delle attività in valuta estera. Il fondo sovrano cinese, pur con la premessa di non divulgare segreti commerciali, deve cercare di rendere pubbliche le informazioni e stabilire una buona immagine internazionale. Può imparare dall'esperienza dei fondi sovrani stranieri per migliorare la propria trasparenza, e affrontare direttamente il protezionismo finanziario. Allo stesso tempo, deve partecipare attivamente alla formulazione delle regole internazionali dei fondi sovrani, ma non rimanere in uno stato passivo di accettazione. Deve lavorare a stretto contatto con la maggior parte dei fondi sovrani, creando alleanze strategiche. Deve rafforzare la cooperazione con le organizzazioni internazionali, per costruire un ambiente favorevole agli investimenti, lasciare che i paesi in via di sviluppo abbiano più iniziativa nella regolamentazione dei fondi sovrani.

## Bibliografia

Alberto Quadrio Curzio, Valeria Miceli. I fondi sovrani. Maggio 2009.

Alessandro Arduino. Il fondo sovrano cinese, 2009.

Andrew Rozanov. "Who holds the wealth of nations?" Official Institutions Group. August 2005.

Banca Popolare Cinese. Rapporto sul mercato finanziario internazionale, 2007.

Clay Lowery. "Sovereign Wealth Funds and the International Financial System" Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco's Conference on the Asian Financial Crisis Revisited, US Treasury. June 21, 2007.

Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, William Megginson. The Financial Impact Of Sovereign Wealth Fund Investments In Listed Companies. June 19, 2008.

Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, William Megginson, William Miracky. Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance. June 24-June 27, 2009.

Daniel W. Drezner. Sovereign Wealth Funds and the (in)Security of Global Finance. September 2008.

Deutsche Bank Research. Sovereign Wealth Funds - state investments on the rise. September 10, 2007.

Deutsche Bank Research. SWFs and foreign investment policies-an update. October 22, 2008.

Edwin M. Truman. A scoreboard for sovereign wealth fund. Peterson Institute



for International Economics. October 19, 2007.

Fariborz Moshirian. Sub Prime Credit Problems, Sovereign Wealth Funds and Global Financial Stability, 2009.

Hélène Raymond. The effect of Sovereign Wealth Funds' involvement on stock markets, Banque de France, Occasional papers. Novembre 2008.

HeFan. Non aspirare alla vittoria con una mossa rischiosa. Maggio 6, 2008.

IMF. Global Financial Stability Report (GFSR). April 2007.

IMF. Global Financial Stability Report-Financial Market Turbulence: Causes, Consequences and Policies. October 2007.

IMF. Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda. February 29, 2008.

IWG. Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles". October 2008.

IWG. Survey of Institutional and Operational Practices of Sovereign Wealth Funds. September 2008.

Larry Catá Backer. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises, and the Chinese Experience, 2010.

Jason Kotter, Ugur Lel. Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets. August 2008.

Margan Stanley. How big could SWFs be by 2015? May 3, 2007.

OECD. "Sovereign Wealth and Pension Fund Issues" Working Paper. January 2008.

OECD Investment Committee. Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies. April 4, 2008.

Roland Beck, Michael Fidora. The impact of sovereign wealth funds on global financial markets. ECB occasional paper series n.91. July 2008.

Treasury Reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi 3/20/2008.  
<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp881.aspx>

U.S. Treasury Department. "Appendix 3" in Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policy. June 2007.

Steffen Kern. "Sovereign Wealth Funds-State Investments on the Rise". Deutsche Bank Research. September 10, 2007.

Stephen Jen. "Currencies: The Definition of a Sovereign Wealth Fund" Morgan Stanley Research Global (London). October 25, 2007.

Simone Mezzacapo. The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Commissione Europea, Economic Paper n.378. Aprile 2009.

William Miracky, Davis Dyer, Drosten Fisher, Tony Goldner, Loic Lagarde, Victor Piedrahita. Assessing the risks: the behavior of sovereign wealth funds in the global economy (Cambridge, MA: Monitor Group, 2008)

The City UK. Sovereign Wealth Fund. February 2012.

Zhang Ming. I fondi sovrani e le società di investimento, confronto tra i diversi sistemi economici e sociali, 2008.

Articoli in rivista:

Chenchao. “L’ascesa globale dei fondi sovrani”. La finanza moderna, 2006.

Chenchao, Xieping. “Sulla logica teorica dei fondi sovrani”. L’analisi economica, 2009.

LiBin. “Analisi del fondo sovrano in Cina”. Finanza di ShangHai, 2007.

Liu Tianxi, Lian Shuang. “Cause, Effetti e ispirazioni nella gestione dei fondi sovrani nel soft law internazionale”. Rivista dell’Università di tecnologia di HaErbin, marzo 2011.

Li XueLian, Meng XiangYi, Liu Mei. “Analisi dello sviluppo e dell’influenza sull’stabilità finanziaria dei fondi sovrani”. La finanza moderna (Finanza di TianJin), 2009.

ShunYan. “Discussione circa l’ascesa e l’influenza dei fondi sovrani”. Osservazione finanziario, 2008.

Xie Zhengshan. “I nuovi cambiamenti nel contesto giuridico degli investimenti dei fondi sovrani”. Rivista dell’Università di economia e finanza di XiAn, 2009.

Citazioni da internet:

<http://business.sohu.com/20100818/n274294735.shtml>

<http://zlk.wyzxsx.com/Article/jingji/2011/11/268325.html>

sito del China Investment Corporation

sito del People’ Bank of China

sito dello State Administration of Foreign Exchange

sito del Sovereign Wealth Fund Institute

## Ringraziamenti

Sto per lasciare l'Università di Pisa, dove ho vissuto e studiato per 6 anni, il mio cuore è pieno di emozione e sgomento.

Innanzitutto vorrei ringraziare sinceramente la mia relatrice la Professoressa Ruiz che ha dedicato molto impegno e tempo per la scelta dell'argomento, per la raccolta delle informazioni, per la fase di composizione e per la stesura finale della mia tesi. La mia carriera universitaria magistrale è riuscita a concludersi senza problemi, soprattutto grazie alla sua guida e incoraggiamento. L'atteggiamento professionale della Professoressa che mi ha seguito passo dopo passo, aiutandomi nelle mie difficoltà espositive e nelle mie difficoltà di comprensione, mi ha lasciato una profonda impressione. Quindi colgo l'occasione per esprimere la mia grande gratitudine nei suoi confronti.

Un sincero ringraziamento va anche a tutti Professori che mi hanno offerto il loro aiuto. Li ringrazio per la loro dedizione e cura nei miei confronti. Ringrazio l'Università che mi ha dato la possibilità di proseguire gli studi magistrali. Ringrazio i miei colleghi di studio, che è solo grazie al loro aiuto, che ho sempre potuto progredire e andare avanti. Infine ringrazio l'educazione e la buona volontà che mi hanno trasmesso i miei genitori, che nonostante la distanza mi hanno dato forza, sostegno e comprensione durante la mia lunga carriera universitaria a Pisa.

Dedico questo documento ai Professori, ai miei amici e ai miei familiari.