

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Storia della Finanza e dei Sistemi Finanziari

**Nuove forme di gestione della ricchezza sovrana:
i Fondi Sovrani del Gulf Cooperation Council.
Una prospettiva comparata**

Relatore

Prof. Giuseppe Di Taranto

Candidata

Sabina Smailovic

Matr. 656291

Correlatore

Prof. Luigi Marengo

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

Ringraziamenti

Una tesi di laurea non è solo il compendio di alcune stagioni di studio e riflessioni. È anche il frutto di un lavoro collettivo, che è fatto di maieutica, apprendimento, passaggio di saperi, accompagnamento.

È lungo questo percorso virtuoso, fatto di maturazione e crescita culturale, che si realizza l'incantesimo della mutazione di uno studente in un individuo preparato e consapevole.

Se sono giunta a compimento di una parte del mio cammino, ciò è dovuto anche a chi mi ha accompagnato lungo questo percorso di crescita.

È con grande stima e gratitudine, dunque, che ringrazio il Professor Giuseppe Di Taranto, il Professor Giovanni Farese e il Professor Luigi Marengo, per il loro supporto e l'attenzione che hanno voluto dedicarmi nel corso dell'ideazione, della preparazione e della stesura della mia tesi.

Sarà anche grazie al loro aiuto che- come diceva Virgilio, e come spero che accada- "i fati troveranno la via".

Indice

Introduzione.....	10
I. Nozione e origine dei Fondi Sovrani.....	19
1.1 Definizione, origine e sviluppo dei Fondi Sovrani.....	20
1.1.1 I Fondi Sovrani.....	20
1.1.2 Quadro macroeconomico.....	22
1.1.3 Tre fasi di sviluppo e tre generazioni di Fondi Sovrani.....	23
1.2 Principali caratteristiche e differenze con altri fondi d'investimento.....	30
1.2.1 Classificazione dei Fondi Sovrani.....	30
1.2.2 Elementi distintivi dei Fondi Sovrani.....	34
1.2.3 Principali differenze tra i Fondi Sovrani e altri tipi di fondi di investimento: riserve valutarie, fondi pensione, imprese pubbliche, hedge fund e fondi di private equity.....	35
1.3 Strategie di investimento e struttura di governance dei Fondi Sovrani.....	39
1.3.1 Le strategie di investimento.....	40
1.3.2 La struttura di governance.....	45
1.3.3 Risk Management.....	50

1.4 Dimensione geopolitica e geo-economica dei Fondi Sovrani.....53

1.4.1	La gestione finanziaria.....	54
1.4.2	La gestione geopolitica.....	55
1.4.3	I timori dell'Occidente.....	56
1.4.4	Esternalità negative.....	57
1.4.5	Riscontri empirici.....	60

Appendice.....62

II. L'economia del Golfo e i Fondi Sovrani dei Paesi arabi.....82

2.1 L'economia del Golfo.....83

2.1.1	Il Golfo nell'economia internazionale contemporanea.....	85
2.1.2	La politica economica nel Golfo: <i>Rentierism e Late Rentierism</i>	87
	2.1.2.1 <i>Le caratteristiche di un Late Rentier State</i>	95
2.1.3	Il Gulf Cooperation Council (GCC).....	102

2.2 I Fondi Sovrani dei Paesi del Golfo.....105

2.2.1	Tratti distintivi.....	105
2.2.2	Strategie d'investimento e reazione alla crisi finanziaria.....	109
2.2.3	Investimenti in Italia dei Fondi Sovrani del Golfo.....	116

2.3 Trasparenza e Regolamentazione dei Fondi Sovrani del Golfo.....124

2.3.1	La sfida per una maggiore trasparenza.....	124
2.3.2	Il dibattito sulla regolamentazione dei Fondi Sovrani.....	133
2.3.3	I principi di Santiago (GAAP).....	135

III. I Fondi Sovrani degli Emirati Arabi Uniti e dell'Arabia Saudita.....	142
3.1 I Fondi Sovrani degli Emirati Arabi Uniti.....	143
3.2 I Fondi Sovrani di Abu Dhabi: ADIA, InvestAd e Mubadala.....	146
3.2.1 ADIA.....	149
3.2.1.1 <i>Storia</i>	151
3.2.1.2 <i>Struttura di Governance</i>	153
3.2.1.3 <i>Strategia d'investimento</i>	159
3.2.1.4 <i>Gestione del rischio</i>	164
3.2.2 InvestAD: storia, struttura, governance e strategia d'investimento.....	165
3.2.3 Mubadala Development Company: storia, governance e strategia d'investimento.....	167
3.3 Emirates Investment Authority.....	171
3.4 I Fondi Sovrani di Dubai: Dubai World, Dubai Holding, Investment Corporation of Dubai.....	174
3.4.1 Dubai World.....	175
3.4.2 Dubai Holding.....	176
3.4.3 Investment Corporation of Dubai.....	177
3.4.4 Gli effetti della crisi finanziaria.....	178
3.5 I Fondi Sovrani dell'Arabia Saudita.....	181
3.5.1 SAMA.....	181
3.5.1.1 <i>Storia</i>	185
3.5.1.2 <i>Strategia d'investimento</i>	188
3.5.1.3 <i>Struttura e Governance</i>	192

3.5.2 Il nuovo fondo sovrano saudita: Sanabil el-Saudi.....	194
---	-----

IV. L'esperienza di Kuwait, Qatar, Bahrain e Oman nella gestione della ricchezza sovrana.....196

4.1 Il Fondo Sovrano del Kuwait: KIA.....197

4.1.1 Cronologia e storia del fondo: la dipendenza dal petrolio, i rapporti con Londra e l'effetto dell'invasione irachena sulle riserve sovrane del Kuwait.....	202
4.1.2 Struttura di Governance e scandalo Torras, esempio di debolezza manageriale.....	209
4.1.3 Strategia d'investimento.....	219

4.2 Il Fondo Sovrano del Qatar: QIA.....224

4.2.1 Storia e tratti distintivi.....	224
4.2.2 Struttura e Corporate Governance.....	226
4.2.3 Strategia d'investimento.....	233

4.3 Il Fondo Sovrano del Bahrain: Mumtalakat Holding Company...236

4.3.1 Struttura organizzativa e corporate governance: un fondo trasparente.....	237
4.3.2 Strategia d'investimento.....	243

4.4 I Fondi Sovrani dell'Oman: SGRF e OIF250

4.4.1 State General Reserve Fund: SGRF.....	252
4.4.1.1 <i>Struttura di governance</i>	253
4.4.1.2 <i>Strategia d'investimento</i>	257
4.4.2 Oman Investment Fund (OIF).....	262

Conclusioni.....	264
Bibliografia.....	272
Sitografia.....	293

Introduzione

Introduzione

A lungo ignorati, i fondi sovrani hanno guadagnato l'attenzione del mondo politico ed economico nel biennio 2007-2008. Presenti fin dagli anni '50, si sono imposti come protagonisti della finanza internazionale solo mezzo secolo più tardi, e solo nel 2005 Andrew Rozanov conierà il termine Sovereign Wealth Fund per indicare il fenomeno. La crescita rapida ed esponenziale del numero di fondi sovrani e del patrimonio gestito ha reso urgente e necessaria un'attenta analisi della loro operatività e degli impatti potenziali sui mercati finanziari internazionali. Lo strutturale deficit di trasparenza di tali veicoli di investimento, unito alla struttura proprietaria e di governance e alla commistione di obiettivi economico-finanziari e strategico-politici, ha alimentato diversi studi in materia. Tutti hanno condiviso il medesimo punto di partenza: l'analisi del complesso, articolato e non omogeneo universo dei fondi sovrani.

Tale elaborato mira ad inserirsi, seppur modestamente, nel solco di tali studi, cercando di fornire un quadro sistematico e completo del complesso e variegato mondo dei fondi sovrani. La prima parte è dedicata alla raccolta e rielaborazione della principale letteratura economica sul tema, per tracciare un profilo chiaro ed esaustivo del fenomeno. Nella seconda parte il focus di analisi si restringe per concentrarsi sull'economia dei paesi del Golfo e per presentare un'analisi accurata e dettagliata dei principali fondi sovrani dei paesi del Gulf Cooperation Council. L'approccio anticiclico adottato durante la recente crisi economica, gli ingenti investimenti a sostegno delle istituzioni finanziarie occidentali, l'entità dell'*asset under mangement* e i tassi di crescita sostenuta degli investimenti, collocano di diritto i *commodity fund* dei paesi del Golfo tra i protagonisti della finanza mondiale. La presente tesi nasce con l'obiettivo di indagare, attraverso uno sforzo congiunto di rielaborazione della letteratura economica e di ricerca empirica, finalità e strategie di investimento di tali fondi sovrani, soprattutto alla luce dell'interesse sempre maggiore, e in controtendenza con i dati europei, rivolto dai paesi arabi all'Italia e testimoniato dai \$7 miliardi attratti dall'Italia negli ultimi quattro anni. Comprendere la natura dei principali investitori esteri in Italia, le prospettive di evoluzione della strategia finanziaria e i cambiamenti

nella struttura di governance, sono gli obiettivi alla base della stesura del seguente elaborato. Con lo scopo di fornire un'analisi chiara e completa del tema, il lavoro è stato suddiviso in quattro capitoli di cui il primo è dedicato alla presentazione generale dei fondi sovrani, il secondo alla descrizione delle principali caratteristiche dell'economia del Golfo e dei fondi sovrani arabi, il terzo all'analisi dei fondi sovrani degli Emirati Arabi Uniti e dell'Arabia Saudita e il quarto alla descrizione dell'esperienza di Kuwait, Qatar, Bahrain e Oman nella gestione della ricchezza sovrana.

Il *capitolo 1* analizza e descrive i tratti distintivi dei fondi sovrani di ricchezza, passandone in rassegna le origini e le diverse fasi di sviluppo. Presentati i fondi sovrani come veicoli finanziari che detengono, gestiscono e amministrano patrimoni pubblici per investirli in un'ampia gamma di asset di varia natura, il *paragrafo 1.1* prosegue introducendo una preliminare distinzione, in base all'obiettivo perseguito, tra fondi sovrani di stabilizzazione e fondi di risparmio. La nascita di questo nuovo strumento della finanza internazionale è poi inserita in un quadro macroeconomico più ampio, che ricerca le ragioni di tale fenomeno nelle carenze nella elaborazione di un adeguato regime monetario e valutario, all'indomani della rinuncia agli accordi di Bretton Woods, che ha consentito ai singoli stati di adottare il regime di cambio più consono ai propri interessi. Tale modello ha inoltre spinto i paesi detentori di ingenti riserve ufficiali ad avviare un processo di diversificazione, dapprima valutaria e poi patrimoniale, realizzata attraverso la costituzione di appositi veicoli di investimento che gestiscono le risorse statali secondo modelli di *asset allocation* efficienti.

Si passa quindi ad esaminare origini e sviluppo dei fondi sovrani, distinguendo tre differenti fasi cui corrispondono altrettante generazioni di SWF e definendo il 1953 come anno di nascita del fenomeno. Dagli anni '50 i fondi sovrani si sono poi diffusi in diversi paesi, distinguendosi per finalità, strutture legali, strategie e fonti di finanziamento ma assumendo sempre tre principali caratteristiche: origine da surplus della bilancia commerciale, proprietà e gestione statale, destinazione economico-finanziaria principalmente rivolta all'estero.

Classificati i fondi sovrani in base a origine della ricchezza amministrata e obiettivi perseguiti, e operata una preliminare distinzione tra *commodity fund* e *non commodity fund*, il *paragrafo 1.2* presenta le principali differenze tra fondi di

risparmio, fondi pensione, fondi di stabilizzazione, società di investimento delle riserve e fondi di sviluppo. Il paragrafo prosegue con l'elencazione dei tratti distintivi di tali strumenti finanziari quali la proprietà statale del fondo; la presenza di attività denominate in valuta estera; il ridotto ricorso alla leva finanziaria; l'autonomia dalle riserve ufficiali; la ricerca di rendimenti superiori al tasso privo di rischio e la presenza di *Sovereign Wealth Enterprises* nella propria struttura, per terminare con la presentazione delle differenze tra fondi sovrani, riserve valutarie, fondi pensione, imprese pubbliche, hedge fund e fondi di private equity.

Il *paragrafo 1.3* si concentra sulle strategie di investimento perseguite da tali fondi, sulla struttura di governance adottata e sulle misure di gestione del rischio. Seppur differenti sotto molteplici aspetti, i diversi fondi sovrani sono contraddistinti da alcune caratteristiche di investimento comuni. Tendono ad acquisire partecipazioni significative ma non di controllo e spesso prive di diritti amministrativi e potere di influenzare il CDA; prediligono le economie avanzate, USA in primis, quali mete privilegiate dei propri investimenti; la maggior parte delle risorse è stata allocata nel settore finanziario ma è in costante crescita l'interesse per il settore energetico, delle infrastrutture e delle utilities; la recente crisi finanziaria ha avuto un impatto importante sulla loro operatività ma inferiore rispetto a quello avuto su altri veicoli di investimento. Durante la recente crisi finanziaria i fondi sovrani hanno adottato un approccio anticiclico, investendo nelle istituzioni finanziaria occidentali e agendo da stabilizzatori del mercato.

Il primo capitolo si chiude con il *paragrafo 1.4* che analizza la dimensione geo-economica e la dimensione geopolitica dei fondi, distinguendo la gestione finanziaria da quella strategico-politica. La commistione tra obiettivi politici ed economici, unita all'opacità della struttura di governance, alla conseguente difficoltà nell'identificare le finalità ultime del fondo e nel determinare l'incidenza del governo nelle decisioni di investimento, è all'origine dei timori delle economie occidentali presentati nel seguito del paragrafo. Il paragrafo, e quindi l'intero capitolo, termina con la presentazione dell'impatto reale avuto dai fondi sovrani sui mercati finanziari internazionali.

Il *capitolo 2* entra nel vivo della tesi e presenta i tratti principali e le caratteristiche più significative dell'economia del Golfo e dei fondi sovrani dei paesi arabi. Il *paragrafo 2.1* apre il capitolo introducendo le tre primarie direttrici di sviluppo economico nell'area del Golfo: rapida crescita economica e potenziamento delle infrastrutture locali; integrazione nell'economia mondiale e adesione ai processi di globalizzazione; avvio di un processo di diversificazione economica volto ad affrancare l'economia nazionale da una risorsa naturale scarsa. Si evidenzia inoltre come l'adesione alle "regole della globalizzazione" nei paesi del GCC sia stato il frutto di una specifica strategia dei leader politici, che hanno saputo ricondurre tali regole entro la cornice del nazionalismo caratterizzante tali monarchie, presentando la propria partecipazione all'economia globale come sviluppo naturale di un piano di crescita nazionalistico. Si prosegue poi dimostrando l'importanza crescente ricoperta negli anni dai paesi arabi, trasformati da attori marginali del sistema economico, fino agli anni '80, in protagonisti delle dinamiche internazionali in qualità di principali esportatori di petrolio e di investitori nei principali mercati internazionali. Si fa dunque ricorso alla teoria dello Stato *Rentier* per presentare le peculiarità delle economie arabe. La formulazione classica di tale teoria mira a spiegare l'impatto dei flussi di pagamento esterni e delle rendite sulle relazioni tra governo e società, sottolineando come al beneficio fiscale, frutto di un'economia basata sulle rendite, abbia fatto da contraltare negativo l'assenza di un confronto democratico e di politiche di sviluppo nazionale. Il paragrafo si concentra poi sui più recenti sviluppi della teoria, che hanno portato alla elaborazione di una *Late Rentier Theory*, in grado di spiegare i radicali cambiamenti sperimentati dai paesi del Golfo negli ultimi decenni in risposta alla dinamiche di globalizzazione e all'apertura dei commerci internazionali. Si delinea dunque l'immagine di un nuovo stato *Rentier* reattivo ma non democratico, aperto alla globalizzazione ma con cautela protezionistica, imprenditore e caratterizzato da una politica economica chiara, attiva e di sviluppo, da una strategia di lungo termine e da una politica estera innovativa. Il paragrafo si chiude poi presentando struttura, composizione e finalità del Gulf Cooperation Council. Il *paragrafo 2.2* apre la trattazione sui fondi sovrani dei paesi del Golfo, presentandone caratteristiche, tratti distintivi, struttura di

governance e strategia di investimento. A partire dagli anni '50 i fondi sovrani sono stati per i paesi del Golfo il principale canale di investimento delle ingenti risorse derivanti dalla esportazione del petrolio e strumento vitale per stabilizzare l'economia domestica, riducendo i rischi legati alla volatilità dei prezzi del greggio, e per preservare la ricchezza nazionale a vantaggio delle future generazioni. Orizzonte di medio-lungo termine, origine derivante da surplus nella bilancia commerciale e soprattutto scarsa trasparenza negli obiettivi perseguiti e nella struttura di governance sono i caratteri essenziali di tali fondi. Si prosegue introducendo l'impatto della crisi finanziaria su operatività e strategie di investimento di tali veicoli finanziari. L'approccio anticiclico adottato dal 2008 e il sostegno alle istituzioni finanziarie occidentali hanno acceso un vivo dibattito nei paesi detentori dei fondi, sfociato poi in pressioni sui governi per un cambiamento nelle strategie di investimento. Le ingenti perdite sopportate hanno spinto i governi del Golfo ad indirizzare le proprie risorse dapprima al sostegno dell'economia domestica e dunque verso nuovi settori e nuove economie, avviando un percorso di graduale diversificazione e affrancamento dal dollaro statunitense. Nel solco di tale strategia si inserisce l'attenzione sempre maggiore rivolta all'Italia da parte dei paesi arabi. Il paragrafo si conclude presentando i dati relativi alle maggiori acquisizioni di imprese italiane da parte dei governi arabi e sottolineando come l'Italia, in controtendenza con i dati europei, abbia attratto negli ultimi quattro anni sette miliardi di dollari provenienti dai paesi del GCC. A guidare il fenomeno è il Qatar, che negli ultimi anni ha investito nel lusso e nel settore immobiliare oltre \$3,6 miliardi e che sta ora ricercando nuovi impieghi più sicuri e vantaggiosi nelle infrastrutture. Il paragrafo conclusivo del capitolo si concentra su uno dei temi più spinosi in merito ai fondi sovrani: la necessità di maggiore trasparenza e di un'adeguata regolamentazione per tali protagonisti dei mercati internazionali. La dimensione del patrimonio gestito unito alla proprietà statale, che ha portato alla ribalta il nuovo modello economico di *new capitalism*, ha reso il tema della trasparenza e dei fondi sovrani una delle principali sfide del sistema finanziario, divenuto elemento centrale del dibattito politico tra il 2005 e il 2008. Il timore di celate mire geopolitiche ha portato i paesi occidentali ad avviare diversi tentativi di regolamentazione di tali fondi. Il più importante dei quali è sfociato nel 2008

nell'elaborazione dei Principi di Santiago, codice di condotta ad adesione volontaria, formato da principi in grado di chiarire le decisioni di investimento e gli obiettivi di tali istituzioni. Prima di analizzare gli sforzi condotti per la stesura dei GAAP, il *paragrafo 2.3* passa in rassegna i due principali indici di trasparenza dei fondi sovrani: il *Truman Scoreboard* e il *Linaburg-Madwell Transparency Index*.

Il *capitolo 3* costituisce il fulcro dell'elaborato presentando i due principali paesi detentori di fondi sovrani: gli Emirati Arabi Uniti e l'Arabia Saudita cui sono rispettivamente dedicati la prima e la seconda parte del capitolo. Il *paragrafo 3.1* passa brevemente in rassegna le caratteristiche dei due più importanti Emirati della regione: Abu Dhabi e Dubai, i cui fondi sovrani vengono più compiutamente descritti nei successivi punti della tesi. All'economia di Abu Dhabi e alla gestione della sua ricchezza sovrana è interamente dedicato il *paragrafo 3.2*. Maggior produttore di petrolio degli Emirati, Abu Dhabi è divenuto ben presto il motore finanziario del paese, rivestendo un ruolo centrale nel fornire risorse al governo federale. Con l'obiettivo di amministrare in modo efficiente la ricchezza derivante dalla vendita del greggio, l'Emirato istituì diversi veicoli d'investimento. Il maggior fondo sovrano degli Emirati Arabi, e fra i maggiori al mondo, ADIA, è stato tra i precursori di tali organizzazioni, seguito poi da Mubadala e InvestAD. Ciascun fondo è caratterizzato da uno specifico mandato d'investimento e da una determinata strategia operativa. ADIA si focalizza principalmente sugli investimenti internazionali ad alto rendimento, Mubadala investe nel mercato interno per supportare lo sviluppo tecnologico di Abu Dhabi e InvestAD si concentra sul mercato mediorientale e sul Nord Africa. Tutti i fondi sovrani di Abu Dhabi sono gestiti direttamente da membri della famiglia reale o da uomini di fiducia di quest'ultima, e proprio la commistione tra ragioni finanziarie e politiche è alla base dei problemi di trasparenza nelle attività e nella governance di tali organizzazioni. Il governo di Abu Dhabi si è impegnato in prima persona per promuovere una maggiore trasparenza partecipando alla stesura dei GAAP. Risultato concreto di tale impegno è stata nel 2009 la pubblicazione di un primo report annuale del fondo. Dopo un breve cenno, nel *paragrafo 3.3*, all'Emirates Investment Authority, istituito con lo scopo di rendere più efficiente il sistema di gestione di ricchezza a livello federale e incrementare la cooperazione tra le

famiglie regnanti e l'élite politica dei diversi paesi, l'elaborato prosegue analizzando i diversi fondi sovrani di Dubai, secondo Emirato per ricchezza e importanza dopo Abu Dhabi. Il *paragrafo 3.4*, descrivendo l'attività svolta da Dubai World, Dubai Holding e Investment Corporation of Dubai, presenta il modello di crescita economica adottato da Dubai. Meno ricco di petrolio rispetto ad Abu Dhabi, l'Emirato ha adottato una strategia fortemente incentrata sul finanziamento estero per promuovere lo sviluppo interno e gli investimenti diretti esteri. L'elevato ricorso alla leva finanziaria ha, tuttavia, reso Dubai vulnerabile all'impatto della crisi economica. Il ruolo di Abu Dhabi nel pagare il debito di Dubai ha rafforzato il potere economico e politico della prima all'interno dell'organizzazione federale comportando costi reputazionali molto elevati per la seconda.

Il *paragrafo 3.5* apre la seconda parte del capitolo in cui viene analizzato il peculiare ruolo della Saudi Arabia Monetary Agency: ente governativo preposto alla trasmissione della politica monetaria nella penisola saudita. Fondata nel 1952 e patrocinata dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, SAMA risulta essere uno dei maggiori detentori di asset esteri nella regione del Golfo. Il governo di Riyadh tuttavia non ha mai fornito sufficienti evidenze per poter ritenere SAMA un vero e proprio fondo sovrano, oltre che la banca centrale saudita. Come fanno notare molti studiosi, la cronica e pesante posizione debitoria, unita alle leviatatiche politiche di welfare e alle spese per il mantenimento degli Al Saud, non ha mai permesso all'Arabia Saudita di poter accumulare nei propri forzieri una consistente ricchezza, al contrario delle vicine Abu Dhabi e Doha. La volatilità dei prezzi del petrolio, inoltre, pone un grande ostacolo alla gestione della ricchezza sovrana in Arabia Saudita.

Infine il *capitolo 4* è dedicato all'analisi degli altri quattro paesi membri del GCC: Kuwait, Qatar, Bahrain e Oman di cui viene presentata l'esperienza nella gestione della ricchezza sovrana. Il *paragrafo 4.1* è dedicato alla KIA, Kuwait Investment Authority, di cui si passano in rassegna la cronologia e la storia evidenziando la dipendenza dal petrolio e le strategie poste in essere per affrancare l'economia nazionale da tale risorsa naturale scarsa. Vengono dunque analizzati i profondi legami che per decenni hanno unito le sorti del Kuwait a quelle del Regno Unito e infine gli effetti dell'invasione irachena sulle riserve sovrane del Kuwait. La

descrizione della struttura di governance della KIA offre poi l'occasione di citare uno dei principali esempi di debolezza manageriale e cattiva gestione di un fondo sovrano: lo scandalo Torras. Il paragrafo 4.2 traccia il profilo del fondo sovrano del Qatar, Qatar Investment Authority, definendone storia e tratti distintivi, struttura e corporate governance, strategia d'investimento e obiettivi perseguiti. I due *paragrafi* conclusivi, il 4.3 e il 4.4, sono rispettivamente dedicati alla presentazione del fondo sovrano del Bahrain, Mumtalakat Holding Company, di cui si sottolinea la peculiarità nell'adesione ad elevati standard di trasparenza che hanno portato il fondo a distinguersi dagli altri fondi dei paesi del Golfo, e ai due fondi dell'Oman, State General Reserve Fund e Oman Investment Fund.

Capitolo 1

Nozione e origini dei Fondi Sovrani

Capitolo 1

Nozione e origini dei Fondi Sovrani

1.1 Definizione, origine e sviluppo

1.1.1. I Fondi Sovrani

“I fondi sovrani sono fondi di investimento di proprietà statale che gestiscono portafogli di attività finanziarie, in parte denominate in valuta estera, derivanti dalla vendita del petrolio e di altre materie prime, o da surplus valutari della bilancia commerciale”¹.

I fondi sovrani di ricchezza sono veicoli finanziari che detengono, gestiscono e amministrano fondi pubblici e li investono in un’ampia gamma di asset di varia natura. Tali fondi sono il prodotto di una liquidità in eccesso nel settore pubblico, originati da surplus fiscali del governo o da riserve ufficiali detenute presso le banche centrali.

Da questo comune denominatore i fondi sovrani si differenziano poi per finalità, strutture legali, strategie e fonti di finanziamento. Una prima distinzione attiene alla natura dell’obiettivo principale del fondo che consente di classificare i fondi sovrani in fondi di stabilizzazione e fondi di risparmio (o fondi intergenerazionali).²

I primi mirano a isolare le politiche fiscali e di bilancio di un paese dalle fluttuazioni di prezzo di una materia prima particolarmente importante per l’economia di tale nazione. Prediligono investimenti liquidi, con orizzonti temporali di breve periodo e profili di rischio moderato.

I secondi gestiscono e allocano la ricchezza derivante da risorse esauribili (come il petrolio) a vantaggio delle future generazioni. Prediligono investimenti con orizzonti temporali di lungo termine e profili di rischio più elevati.³

¹ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 7.

² Kern S., *Sovereign Wealth funds- state investments on the rise*, Germania, 2007, p.2.

³ Ciarlone A., Miceli V., *Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale*, 2013, pp. 7-8.

Sebbene simili negli obiettivi e nei comportamenti di investimento ad altri fondi - come fondi pensione, fondi di investimento, hedge fund, fondi di private equity- i fondi sovrani si differenziano da questi per la natura proprietaria pubblica, e non privata, elemento da cui sorgono non poche controversie circa la gestione dei mercati finanziaria e l'adeguatezza dei sistemi di corporate governance.

I fondi sovrani non costituiscono tuttavia la sola, né tanto meno la principale, possibilità di investimento di uno stato nel settore finanziario. Lo stato può infatti investire direttamente in asset finanziari, principalmente azioni, e agire come un investitore passivo di minoranza o attivo di maggioranza. Analogamente lo stato può controllare e influenzare le politiche delle imprese statali, e in alcuni casi delle banche centrali detentrici delle riserve ufficiali.

Altro canale di influenza dello stato nel settore privato è il controllo indiretto delle imprese private attraverso l'incidenza sulle decisioni di business e sulla nomina del management.⁴

Pur non costituendo l'unica forma di investimento statale, i fondi sovrani si sono resi oggetto di una crescente attenzione da parte di regolatori, analisti, esperti e partecipanti del mercato negli ultimi anni. Le implicazioni in termini di stabilità dei mercati finanziari, di corporate governance, sicurezza e interessi nazionali connesse all'operatività di tali fondi hanno acceso un vivo dibattito a livello internazionale intorno a tali veicoli di investimento e reso inevitabile una attenta analisi del fenomeno.

Dapprima ignorati, i fondi sovrani hanno conquistato l'attenzione dell'opinione pubblica, a livello internazionale, soprattutto nel biennio 2007/2008, grazie ad ingenti investimenti in istituti finanziari in dissesto in USA e Europa.

Con il tempo i Fondi Sovrani sono cresciuti in numero e dimensione con i paesi del Golfo, Singapore, Cina, Russia, Libia e Norvegia a guidare il processo in qualità di principali attori di tale scenario.

La commistione di aspetti economici e politici, la nascita di una nuova forma di capitalismo di stato, la scarsa trasparenza della struttura di governance hanno spinto regolatori e governi ad analizzare il fenomeno con l'obiettivo di

⁴ Kern S., *Sovereign Wealth funds- state investments on the rise*, Germania, 2007, p.2.

incentivare gli investimenti e al contempo rendere i fondi attori trasparenti in mercati maggiormente improntati al rispetto delle regole.⁵

1.1.2. Quadro macroeconomico

Per comprendere appieno la natura e l'operatività dei fondi sovrani è necessario innanzitutto analizzare le ragioni profonde alla base della loro nascita e del loro sviluppo. I fondi sovrani di ricchezza rappresentano “la maggiore espressione politica del ritorno dello stato padrone” e sono il prodotto di carenze e di veri e propri errori nella elaborazione delle regole che presiedono agli scambi globali.⁶ Dopo la rinuncia agli accordi di Bretton Woods, stipulati a guerra ancora in corso nel 1944, decisa unilateralmente dagli Stati Uniti nel 1971, non furono elaborate nuove regole monetarie e valutarie. Il compito di stabilire nuove prassi fu implicitamente demandato ai singoli stati e al WTO, World Trade Organization, fu assegnato il controllo degli scambi globali. Si affermò la libertà degli scambi come principale traino dello sviluppo globale. Ai paesi aderenti agli accordi GATT- WTO fu riconosciuta la libertà di scegliere tra cambi fissi e flessibili e il controllo degli scambi monetari e valutarie, prima sottoposti a regime autorizzativo. Tale assetto valutario globale ha prodotto due principali conseguenze geo-economiche: l'accumulo di ingenti quantità di riserve ufficiali e il mantenimento degli squilibri nelle bilance estere attraverso l'utilizzo di queste riserve.⁷ Il nuovo modello valutario ha spinto i paesi detentori di ingenti riserve ufficiali ad avviare un processo di diversificazione, dapprima valutaria e poi patrimoniale realizzata attraverso la costituzione di appositi fondi di investimento che gestiscono risorse statali secondo modelli di *asset allocation* efficienti. I fondi sovrani sono dunque il frutto di errori e lacune nella elaborazione di un adeguato regime monetario e valutario all'indomani della rinuncia agli accordi di Bretton Woods che ha consentito ai singoli stati di adottare il regime di cambio più consono ai propri interessi.

⁵ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 9-10.

⁶ Savona P., Regola P., *Il ritorno dello stato padrone- i fondi sovrani e il grande negoziato globale*, Catanzaro, 2009, p. 6.

⁷ Ibidem p. 7.

Sebbene il fenomeno dei fondi sovrani di ricchezza sia giunto all'attenzione internazionale negli ultimi dieci anni esso ha origini ben più lontane e risale agli anni '50.

1.1.3. Tre fasi di sviluppo e tre generazioni di Fondi Sovrani

Risale infatti al 1953 la fondazione della KIA, *Kuwait Investment Authority*, prima "autorità" che prefigura un fondo sovrano.⁸ Il 1953 può dunque considerarsi l'anno di nascita di un nuovo strumento della finanza e della economia mondiale: il fondo sovrano di ricchezza.

A partire dagli anni '50 tali fondi si sono diffusi in vari paesi assumendo sempre tre principali caratteristiche: origine da surplus nella bilancia commerciale, proprietà e gestione statale, destinazione economico-finanziaria principalmente rivolta all'estero.

Il 1953 costituisce uno spartiacque nella storia dei fondi sovrani poiché, andando a ritroso nel tempo, non è possibile trovare antecedenti storici con caratteristiche assimilabili.⁹ E' tuttavia possibile ritrovare alcuni esempi di fondi sovrani *ante litteram*, quali le Compagnie delle Indie Orientali e Occidentali che già nel diciassettesimo secolo si caratterizzavano per la commistione di obiettivi geopolitici e geo-economici o alcuni "fondi del sovrano" che, con i moderni fondi sovrani, condividono la scarsa trasparenza nella gestione, la discrezionalità nella destinazione delle risorse del fondo e, talvolta, la personalizzazione del potere per ragioni dinastiche o politiche.

Tutti i possibili precedenti storici si discostano però dall'attuale configurazione del fenomeno caratterizzato dall'investimento delle risorse del fondo in strumenti finanziari secondo logiche di gestione efficiente e diversificazione del portafoglio.

Nati nel 1953 i fondi sovrani hanno catturato l'attenzione pubblica solo mezzo secolo più tardi e solo nel 2005 l'espressione "fondi sovrani di ricchezza" è stata coniata. In queste cinque decadi è possibile riscontrare tre differenti fasi nella

⁸ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 11.

⁹ *Ibidem*.

evoluzione dei fondi: nascita e primo sviluppo, consolidamento, espansione e contrazione, cui corrispondono altrettante generazioni di fondi sovrani.

La prima fase inizia nel 1953 per intensificarsi negli anni '70 con l'avvio di nuovi fondi sovrani generati da surplus derivanti dall'esportazione del petrolio e dall'incremento del prezzo del greggio, e termina negli anni '90.¹⁰ In coincidenza del primo shock petrolifero si diffuse la prima generazione di fondi sovrani guidata dai paesi del golfo (Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Qatar), dalla Norvegia e dal Canada alla ricerca di canali di investimento per impiegare i fondi derivanti dalla esportazione di materie prime. I fondi di Singapore (nel 1974 con Temasek, nel 1981 con Government of Investment Corporation) investirono invece le risorse frutto di strutturali avanzi di risparmio.¹¹

La seconda fase inizia circa a metà degli anni '90 per proseguire fino al 2005. Durante tale periodo ai fondi petroliferi si affiancano, in misura sempre crescente, i fondi dei paesi asiatici caratterizzati da ingenti surplus nella bilancia commerciale e da una strategia di copertura dei rischi delle crisi finanziarie e valutarie che ne avevano caratterizzato la storia recente.¹²

La seconda generazione di fondi sovrani vede l'affermarsi di due importanti attori nello scenario geo-economico e geo-politico: Cina e Russia. La rilevanza sul piano economico e politico di questi protagonisti accende i riflettori sugli obiettivi geopolitici dei governi che controllano i fondi. I fondi sovrani non vengono più valutati solo come veicoli finanziari di investimento ma come canali di influenza strategico-politica.¹³

La terza fase copre il primo decennio degli anni 2000 arrivando fino alla recente crisi finanziaria che ha portato all'attenzione internazionale il ruolo dei fondi sovrani quali investitori in grado di contrastare tracolli di banche e istituti finanziari.

La terza, e ultima, generazione di fondi sovrani è in divenire e interessa i governi dei paesi emergenti con surplus derivanti principalmente dalla esportazione di materia prime.

¹⁰ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 12.

¹¹ Savona P., Regola P., *Il ritorno dello stato padrone- i fondi sovrani e il grande negoziato globale*, Catanzaro, 2009, p. 40.

¹² Ibidem p. 13.

¹³ Ibidem p. 41.

La crisi finanziaria del 2008, segnata da ingenti perdite e profili di rischio maggiori, ha inaugurato per i fondi sovrani una quarta fase volta alla ricerca di investimenti caratterizzati da un rapporto rischio-rendimento più bilanciato e da prospettive più stabili e sicure.

La storia dei fondi sovrani coincide con la nascita, nel 1953, della Kuwait Investment Board, divenuta poi la Kuwait Investment Authority, fondata con lo scopo di investire le risorse derivanti dalle rendite petrolifere e di proteggere il Kuwait da pericolose oscillazioni di prezzo del greggio. Obiettivo primario della KIA è la diversificazione delle fonti di ricchezza del paese, realizzata attraverso investimenti finanziari in titoli a reddito fisso e profilo di rischio contenuto.

In realtà un anno prima della fondazione della KIA, nel 1952, viene istituita la Saudi Arabian Monetary Agency, la banca centrale della Arabia Saudita. Pur disponendo di fondi separati dalle riserve ufficiali e gestiti secondo i criteri di un fondo sovrano, in qualità di autorità monetaria, la SAMA non può essere appropriatamente considerata il primo esempio di fondo sovrano della storia.

Tra i primi esempi di fondi sovrani si può annoverare il fondo istituito nel 1956 dall' amministrazione coloniale britannica delle isole Gilbert con l'obiettivo di capitalizzare le rendite derivanti dalle miniere di fosfato e ridurre il rischio attraverso una efficiente strategia di diversificazione. Sebbene non paragonabili, per dimensione, alle rendite petrolifere, in relazione al PIL dell'attuale Repubblica di Kirbati, il fondo costituisce la principale fonte di reddito del paese. Il primo shock petrolifero degli anni '70, che ha portato ad un aumento esponenziale del prezzo del greggio, passato dai \$5 ai \$35 a barile, ha consentito ai paesi esportatori di petrolio di accumulare ingenti risorse finanziarie, dapprima investite nel mercato interno e in seguito allocate all'estero per contrastare le spinte inflazionistiche interne. Vari paesi, soprattutto i membri del Gulf Cooperation Council, varano nuovi fondi sovrani per investire le risorse finanziarie sui mercati esteri. Nascono così l'Abu Dhabi Investment Authority nel 1976 e il Future Generation Fund gestito dalla KIA con l'obiettivo di creare fonti di reddito diversificate rispetto al petrolio e bilanciare così il rischio legato al suo esaurimento e a pericolose oscillazioni dei prezzi e di proteggere il benessere delle popolazioni autoctone da eventi bellici e insurrezionali che avrebbero

potuto sottrarre al controllo delle famiglie regnanti le rendite generate dal petrolio.¹⁴

Anche nel mondo occidentale lo shock petrolifero porta alla nascita di due fondi sovrani nel 1976: l'Alaska Permanent Fund Corporation negli USA e l'Alberta's Heritage Fund in Canada. Contemporanei sono poi la fondazione del Temasek Holdings nel 1974 e del Government Investment Corporation di proprietà del governo di Singapore e frutto di una strategia di crescita della città-stato di Singapore.

I due decenni successivi, gli anni '80 e '90, sono segnati da due eventi economico-finanziari internazionali con impatto decisivo sulla operatività dei fondi sovrani: la caduta del prezzo del petrolio negli anni '80 e la crescente globalizzazione degli anni '90.

La contrazione del prezzo del petrolio, che riporta il greggio al disotto dei \$20 a barile, rafforza nei paesi esportatori di petrolio e altre materie prime, la necessità di diversificare le fonti di ricchezza del paese. Ciò porta alla nascita di nuovi fondi sovrani: nel 1980 lo State General Reserve Fund dell'Oman; nel 1981 la Libyan Arab Foreign Investment Company, alimentata dai proventi di giacimenti di gas scoperti negli anni '70 e '80; nel 1983 la Brunei Investment Agency; nel 1984 l'Abu Dhabi International Petroleum Investment Company; nel 1990 il Norwegian Government Pension Fund; nel 1993 il Khazanah Nasional Berhad della Malaysia di origine non petrolifera.

La globalizzazione ha inciso sullo sviluppo e sulla operatività dei fondi sovrani, in parte agevolando la libera circolazione dei capitali e facilitando gli investimenti diretti esteri e, in parte, consentendo la creazione di squilibri economico-finanziari a livello mondiale, con paesi che si indebitano molto verso l'estero (Stati Uniti in primis) e altri che accumulano surplus finanziari originati dalle esportazione (Cina soprattutto).

Nella prima fase di avvio e graduale sviluppo dei fondi sovrani, nel periodo a cavallo tra il 1953 e gli anni '90, questi hanno adottato strategie di investimento prudenti, mirate alla creazione di portafogli diversificati composti per lo più da

¹⁴ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 14-15.

titoli a reddito fisso (soprattutto titoli di stato americani) e con un ridotto livello di rischio.¹⁵

La seconda fase dei fondi sovrani vede il loro progressivo consolidamento nel panorama economico-politico internazionale.

All'indomani delle crisi valutarie che colpiscono le economie dei paesi emergenti a partire da metà degli anni '90, molti governi reagiscono accumulando riserve precauzionali in valuta per scongiurare il ricorso, eccessivamente oneroso, al Fondo Monetario Internazionale o ad altri istituti sovranazionali. I paesi principalmente colpiti adottarono una strategia definita da molti studiosi di "*self insurance*" volta a ridurre l'apporto di capitali stranieri a breve termine, a conseguire avanzi di partite correnti e ad accumulare riserve in eccesso.¹⁶ A partire dagli anni '90 le riserve in valuta delle economie emergenti aumentarono esponenzialmente, passando da \$730 miliardi nel 1995 a \$5400 miliardi a fine 2008, secondo stime del Fondo Monetario Internazionale. L'accumulo di riserve consentì a tali paesi il passaggio da importatori ad esportatori netti di capitale. La Cina è la protagonista indiscussa di questa seconda fase di vita dei fondi sovrani. Il suo sviluppo, inscindibilmente legato alla sua capacità di esportazione, fu il frutto della commistione di avanzi di partite correnti e di interventi delle banche centrali volte a tenere artificialmente bassi i tassi di cambio per favorire l'export. In questo periodo nascono nuovi fondi di investimento con lo scopo di investire le risorse derivanti da surplus valutarî, non destinate allo sviluppo del mercato interno, in veicoli finanziari che privilegino i rendimenti alla sicurezza. Con tali obiettivi vengono fondati nel 1997 la Safe Investment Company cinese, nel 1998 l'Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio e nel 2005 la Korea Investment Corporation.

Coevi sono altri numerosi fondi sovrani costituiti per investire le rendite derivanti dalla esportazione di materie prime energetiche. Nel 1999 sono fondati il fondo di stabilizzazione iraniano e lo State Oil Fund dell'Azerbaijan; nel 2000 nascono il Revenue Regulation Fund algerino e il fondo nazionale del Kazakistan; nel 2002 il Mubadala di Abu Dhabi seguito nel 2004 dall'Excess Crude Account nigeriano e dall' Oil Stabilisation Fund russo che nel 2008 darà vita al Reserve

¹⁵ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 15-16.

¹⁶ Ibidem p. 16.

Fund e al National Wealth Fund; nel 2005 viene costituita la Qatar Investment Authority.¹⁷

A partire dal 2005 i fondi sovrani catturano l'attenzione di analisti, governi e istituzioni nazionali e internazionali e infine anche dell'opinione pubblica. Dapprima temuti, poi incoraggiati, i fondi sovrani si impongono come nuovo interlocutore nello scenario economico e politico mondiale. La dimensione delle risorse gestite dal fondo, la scarsa trasparenza della loro governance, gli obiettivi strategici di natura geopolitica dei governi proprietari del fondo aumentano la percezione dell'influenza che tali soggetti possono esercitare sui mercati finanziari globali.

Al 2005 risale la prima formulazione del termine "*Sovereign Wealth Fund*", elaborata da Andrew Rozanov, "per designare entità di investimento, diverse sia dai fondi pensione che dalle riserve valutarie, e che hanno tra i propri obiettivi la copertura dall'eccesso di volatilità dei ricavi da materie energetiche, l'accumulo di ricchezza per le generazioni future, lo sviluppo economico e sociale. Rozanov riconosce che tali fondi non sono nuovi ma l'aumentare del loro numero nel mondo e il rapido aumento del loro attivo giustifica una specifica attenzione nei loro confronti".¹⁸

Dapprima banche e intermediari finanziari, studiosi e analisti poi, riconoscono l'importanza dei fondi sovrani e iniziano a proliferare studi e ricerche sulla loro operatività e strutture. La crescente attenzione e la rilevanza assunta a livello globale dai fondi sovrani è motivata da alcuni elementi. Innanzitutto dal considerevole aumento delle risorse gestite dai fondi i cui patrimoni aumentano in seguito all'aumento del prezzo del petrolio, e delle altre materie prime energetiche, e all'accumulo di riserve valutarie da parte delle economie emergenti. Altre cause dell'attenzione rivolta ai fondi sovrani sono l'aumento considerevole e il proliferare di tali fondi, concentrati nei paesi "emergenti", e l'attivismo dei fondi ad investire in istituti finanziari e imprese di rilievo estere particolarmente intenso a partire dal 2007.

Due macrotendenze caratterizzano poi la destinazione degli investimenti dei fondi sovrani, una di natura geo-economica l'altra di natura settoriale. La prima

¹⁷ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p.17.

¹⁸ Ibidem p. 18.

attiene allo spostamento degli investimenti dal mercato asiatico verso Europa e Stati Uniti. I Fondi sovrani, che avevano investito tra il 1994 e il 2004 quasi 15 miliardi in Asia e meno di uno in Occidente, cambiano radicalmente strategia arrivando ad allocare, a fine 2008, solo 3,5 miliardi in Asia, 11 in Europa e 30 in Usa. Ciò spiega la crescente attenzione che Usa e Europa hanno prestato alle strategie di investimento dei fondi sovrani a partire dal 2007.

La seconda tendenza enfatizza la predilezione dei fondi sovrani, nel biennio 2007-2008, per il settore bancario- finanziario. Guidati dall'attesa di rilevanti profitti (sulla base dei risultati conseguiti tra il 2000 e il 2006 dal settore bancario Usa), dal crollo dei prezzi delle azioni di molte banche, ridotto in soli 18 mesi tra il 20 e il 60% e dal ruolo strategico del settore, centrale in un processo di globalizzazione dominato dalla finanza, i fondi sovrani hanno investito più del 50% del proprio patrimonio in banche e altri istituti finanziari statunitensi, privilegiando i rendimenti alla sicurezza e smentendo, di fatto, la strategia di diversificazione efficiente e prudente, volta alla minimizzazione del rischio e all'ottenimento di flussi di reddito stabili e sicuri, con cui erano nati.¹⁹

¹⁹ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 18.

1.2 Principali caratteristiche e differenze con altri fondi d'investimento

Il rilievo assunto nell'ultimo decennio dai fondi sovrani nel panorama politico e economico ha acceso i riflettori sulla loro operatività e struttura.

La crescente attenzione prestata da analisti ed esperti del mercato a tale fenomeno non trova giustificazione solo nella dimensione del patrimonio gestito dai fondi ma anche, e soprattutto, nei possibili effetti sui mercati azionari globali. La scarsa trasparenza della struttura proprietaria e di governance dei fondi, unita all'intrecciarsi di finalità economico-finanziarie con obiettivi di carattere strategico-politico, ha reso più urgente l'analisi.

Numerosi studi sono stati condotti per verificare l'impatto degli investimenti dei fondi sui mercati finanziari evidenziandone peculiarità, benefici e potenziali pericoli di destabilizzazione del sistema.

Tali studi condividono il punto di partenza: l'analisi del complesso, articolato e non omogeneo universo dei fondi sovrani.

1.2.1 Classificazione dei Fondi Sovrani

Fornire una definizione univoca dei fondi sovrani non è semplice, in parte per il proliferare di numerose e diverse definizioni, in parte per la non omogeneità del variegato e mutevole universo dei SWF.

Facendo riferimento alla definizione fornita dal Fondo Monetario Internazionale, i fondi sovrani si qualificano come "fondi o altri veicoli di investimento creati appositamente e posseduti dai governi per fini macroeconomici; detengono, gestiscono e amministrano le proprie attività per raggiungere specifici obiettivi finanziari, impiegando varie strategie di investimento tra cui quelle in attività estere; generalmente derivano le proprie disponibilità da surplus della bilancia dei pagamenti, dalle operazioni sulle riserve in valuta ufficiale, da proventi di privatizzazione, da surplus fiscali e da ricavi di export di materie prime. Possono avere strutture legali, istituzionali e di governance molto diverse: si va dai fondi

di stabilizzazione ai fondi risparmio, alle società di investimento delle riserve, ai fondi sviluppo, ai fondi pensione privi di passività pensionistiche dirette".²⁰

E' possibile classificare i fondi sovrani sulla base di due elementi: l'origine della ricchezza che amministrano e gli scopi per i quali sono costituiti.

Il primo aspetto consente di distinguere tra fondi *commodity* e fondi *non commodity*.

Nel primo caso il patrimonio deriva da surplus della bilancia dei pagamenti generati dall'esportazione di materie prima (essenzialmente petrolio e altre risorse energetiche) e dalle *royalty* ad esse connesse. I *commodity funds* beneficiano, nella maggior parte dei casi, delle rendite generate dalla scarsità di una materia prima che controllano, accentuata dalla eventuale presenza di catelli tra i produttori di tale materia. I principali fondi *commodity* si trovano in Medio Oriente, Norvegia e Russia. I fondi sovrani *commodity* amministrano la maggior parte della ricchezza controllata dai SWF.

I fondi sovrani *non commodity* gestiscono un patrimonio originato principalmente da surplus della bilancia commerciale non energetica. In alcuni casi, e soprattutto in talune realtà principalmente concentrate in Asia, si genera una quasi-rendita dovute alla presenza di alcune asimmetrie valutarie, retributive, ambientali, sociali, in grado di alterare la concorrenza internazionale. I principali fondi *non commodity* si trovano in Cina e a Singapore.²¹

Il variegato ed eterogeneo panorama in cui si inseriscono i fondi sovrani trova riscontro nella molteplicità delle finalità che questi perseguono. Vi sono fondi volti a proteggere e stabilizzare l'economia nazionale dalla volatilità delle esportazioni e dei prezzi delle materie prime; altri che mirano a incrementare i ritorni finanziari rispetto ai rendimenti delle riserve ufficiali, altri ancora a diversificare il rischio dei titoli denominati esclusivamente in dollari; alcuni fondi perseguono l'obiettivo di finanziare lo sviluppo economico e sociale del paese di appartenenza altri accumulano risparmio a vantaggio delle generazioni future. Il Fondo Monetario Internazionale ha operato una classificazione dei fondi sovrani in base agli obiettivi perseguiti distinguendo tra fondi di risparmio, fondi

²⁰ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 23.

²¹ *Ibidem* p. 29.

pensione, fondi di stabilizzazione, società di investimento delle riserve e fondi di sviluppo.²²

I fondi di risparmio (*saving funds*) amministrano, gestiscono e investono patrimoni generati dalla esportazione di materie prime, soprattutto petrolio, a vantaggio delle generazioni future. Allocano le risorse su un orizzonte temporale di medio/ lungo periodo prediligono rapporti elevati rischio- rendimento. La destinazione e la gestione delle risorse non è vincolata ad uno scopo specifico. Rientrano in questa categoria l'Abu Dhabi Investment Authority, la Kuwait Investment Authority e la Qatar Investment Authority

I fondi pensione (*pension funds*) sono fondi di investimento nati con lo scopo specifico, e non modificabile, di accumulare ricchezza per sopperire ad eventuali lacune e squilibri del sistema pensionistico nazionale, necessario in un contesto di crescente invecchiamento della popolazione. Tali fondi non sono obbligati a corrispondere prestazioni pensionistiche ai lavoratori e non si alimentano con contributi di lavoratori e datori di lavoro. Rientrano in questa tipologia il National Social Security Fund cinese, il National Wealth Fund russo e l'Australian Government Future Fund. Il National Government Pension Fund norvegese costituisce un caso specifico essendo caratterizzato dalla commistione di elementi di fondo di risparmio e fondo pensione.²³

I fondi di stabilizzazione (*stabilization funds*) sono di norma costituiti con l'obiettivo di isolare i conti pubblici da pericolose e imprevedute fluttuazioni del prezzo di una materia prima decisiva per l'economia di quel paese, di norma petrolio e/o altre risorse energetiche. Tendono ad investire in attività liquide e facilmente negoziabili con un orizzonte temporale di breve periodo e un ridotto livello di rischio. Esempi di fondi di stabilizzazione sono il Kazakhstan National Fund e il Reserve Fund russo.

Le società di investimento delle riserve (*reserves investment corporations*) nascono con lo scopo, da una parte di ridurre il costo opportunità della parte di riserve in valuta in eccesso rispetto alle normali esigenze della politica monetaria, dall'altra di massimizzarne il rendimento. Non seguono i criteri prudenziali di

²² Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 30.

²³ Ciarlone A., Miceli V., le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale, aprile 2013, pp. 7-8.

norma adottati nella gestione delle riserve e sono caratterizzate da un più elevato rapporto rischio-rendimento. In tale categoria rientrano la State Administration of Foreign Exchange cinese, la China Investment Corporation e il fondo sovrano della Saudi Arabian Monetary Agency.²⁴

I fondi di sviluppo sono fondi nati con lo scopo di finanziare progetti di sviluppo socioeconomico e/o di promuovere specifiche politiche industriali

La classificazione dei fondi sovrani non va tuttavia intesa in modo rigido e statico, è infatti possibile che un fondo abbia finalità multiple o che modifichi il suo obiettivo primario, come accaduto al fondo russo nel passaggio da fondo di stabilizzazione a fondo di risparmio. L'evidenza empirica mostra come i fondi *commodity* tendano di norma a qualificarsi come fondi di stabilizzazione o fondi di risparmio laddove i fondi *non commodity* coincidono di norma con le società di investimento delle riserve.

Alla diversità di obiettivi fa eco la diversità negli orizzonti temporali, nella combinazione rischio-rendimento, nelle strategie di gestione degli attivi e negli assetti giuridici. Possono essere istituiti attraverso la promulgazione di leggi specifiche, ricorrendo a leggi di bilancio o direttamente alla costituzione. I fondi sovrani possono poi avere personalità giuridica autonoma o rimanere asset di proprietà del governo o dell'autorità monetaria e in questo caso essere assoggettati al controllo del ministero delle finanze e gestiti da una sua agenzia o dalla banca centrale.

Alla legge è attribuito il compito di definire le modalità di finanziamento e prelievo del fondo, strettamente legate alle finalità perseguite.

Appare dunque evidente che quando si parla di fondi sovrani si fa riferimento "ad una categoria di attori non omogenei che si caratterizzano sia per assetti giuridico- istituzionali, sia per finalità dichiarate e perseguite che per strategie e operatività sui mercati finanziari internazionali".²⁵

²⁴ Ciarlone A., Miceli V., le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale, aprile 2013, p. 8.

²⁵ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 31-32.

1.2.2 Elementi distintivi dei Fondi Sovrani

Seppur differenti sotto molteplici aspetti i fondi sovrani sono accumulati da alcuni elementi distintivi che li qualificano distinguendoli dagli altri veicoli di investimento e dalle altre modalità di esercizio della sovranità nazionale.

Il primo elemento distintivo attiene alla proprietà del fondo, attribuita ad uno stato sovrano inteso sia come governo centrale che entità istituzionale subnazionale. Di proprietà delle seconde sono i fondi sovrani dell'Alaska, del Wyoming, del New Mexico e della Alabama negli Stati Uniti e quello della provincia di Alberta in Canada.

Altra caratteristica specifica dei fondi sovrani è la presenza, anche in misura minoritaria, di attività denominate in valuta estera nel portafoglio del fondo. Tale criterio esclude dal novero dei fondi sovrani, il fondo di Taiwan, i cui investimenti sono rivolti esclusivamente al mercato domestico, e il fondo francese Strategic Investment Fund, fondato con l'obiettivo di proteggere le imprese strategiche del paese dalla minaccia di scalate ostili da parte di investitori stranieri.

I fondi sovrani si contraddistinguono poi per un basso livello di indebitamento, per l'assenza di prelievi a breve ed un orizzonte temporale di investimento di lungo periodo. Il ricorso ad un ridotto utilizzo della leva finanziaria non esclude tuttavia la possibilità di investimenti in *hedge fund* e fondi di *private equity*, segnati da livelli elevati di indebitamento, aumentando così il livello di leva implicito del fondo sovrano.

È poi necessario che i fondi sovrani siano entità autonome e separate dalle riserve ufficiali delle banche centrali e che siano gestiti secondo principi differenti volti alla massimizzazione dei rendimenti a discapito della liquidità e del livello di rischio assunto. Tale caratteristica non esclude dal novero dei fondi sovrani quelli gestiti dalla autorità monetaria saudita, dalla Safe Investment Company, dall'Investment Portfolio della Hong Kong Monetary Authority che, pur appartenendo alle autorità monetarie dei rispettivi paesi, sono amministrati in modo autonomo e distinto dalle riserve ufficiali delle banche centrali.

Altro tratto distintivo dei fondi sovrani è la ricerca di rendimenti superiori al tasso privo di rischio. Tale requisito, principio cardine di tutti i fondi sovrani, diviene condizione indispensabile nel caso di fondi che si basano "sul

trasferimento di attività in valuta dalle riserve ufficiali delle banche centrali, per le quali il governo paga un costo di indebitamento legato alla necessità di emettere titoli di debito a fini di sterilizzazione, e quindi il rendimento del fondo dovrebbe quanto meno eccedere il costo di finanziamento del capitale.”²⁶

Infine un'altra peculiarità dei fondi sovrani attiene alla presenza nella loro struttura di *Sovereign Wealth Enterprises* (SWE), veicoli di investimento istituiti per incrementare la flessibilità dei fondi e l'opacità di obiettivi e struttura di governance a discapito della trasparenza.²⁷

I fondi sovrani costituiscono un *unicum* nel panorama degli investimenti statali differenziandosi dalle riserve valutarie, dai fondi pensione e dalle imprese pubbliche.

1.2.3 Principali differenze tra Fondi Sovrani e altri tipi di fondi d'investimento: riserve valutarie, fondi pensione, imprese pubbliche, hedge fund e private equity.

Le riserve valutarie consistono in depositi di moneta straniera controllati dalle banche centrali o da altre autorità monetarie, rese accessibili ai ministeri delle finanze per far fronte a squilibri nella bilancia dei pagamenti, a contrazione delle esportazioni e a crisi finanziarie. Le riserve sono investite in attività molto liquide e in titoli facilmente negoziabili, di norma titoli di stato di paesi industrializzati e con elevato rating finanziario.²⁸

I fondi sovrani si distinguono dalle riserve valutarie per alcuni punti chiave. Innanzitutto non devono essere denominati al 100% in valuta estera e non è necessario che siano investiti esclusivamente in attività liquide e negoziabili come contanti, oro e titoli del debito pubblico. I fondi sovrani non sono soggetti alle stesse norme e ai medesimi vincoli operativi prudenziali delle riserve valutarie e possono pertanto investire in titoli con un rapporto rischio-rendimento più elevato e un orizzonte temporale di medio-lungo tempo.

²⁶ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p.25.

²⁷ Ibidem, pp. 24-25.

²⁸ Kimmitt R., *Public Footprints in Private Markets*, Foreign Affairs, January/February Issue, 2008, p. 1.

A differenza delle riserve ufficiali non sono soggetti al controllo del Fondo Monetario Internazionale e al rispetto dei principi e degli obblighi di trasparenza da questi imposti e neppure all'adesione ai due principali meccanismi volontari di monitoraggio: il *database Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* e il *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity*²⁹.

I fondi sovrani si discostano anche dal modello dei Fondi Pensione Pubblici. Preliminarmente occorre distinguere (facendo riferimento ad un paper dell'OCSE del 2008 di Blundell- Wignall, Hu, Yermo intitolato *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*) tra i normali fondi pensione pubblici e i *sovereign pension reserve fund*. I primi rientrano nel sistema pensionistico nazionale e sono costituiti dai contributi pensionistici di lavoratori e/o datori di lavoro, i secondi sono entità autonome dal sistema pensionistico nazionale, costituite dai governi con l'obiettivo di far fronte a possibili futuri deficit del sistema pensionistico. I fondi sovrani si discostano dai primi sotto molteplici e importanti aspetti mentre con i secondi la linea di confine è più sfumata.

La prima distinzione tra i fondi sovrani e i fondi pensione pubblici attiene all'origine della disponibilità finanziaria: surplus fiscali, valutari o da esportazione per i primi, contributi pensionistici per i secondi. A questa prima differenza ne seguono numerose altre: i fondi sovrani non necessitano di un'adeguata liquidità per remunerare i beneficiari del fondo come i fondi pensione; non hanno obblighi di trasparenza su operazioni finanziarie e obiettivi perseguiti e devono necessariamente investire almeno parte del patrimonio gestito in valuta estera.

I punti di contatto sono sicuramente maggiori con la seconda tipologia di fondi pensione pubblici, i *sovereign pension reserve fund*. In entrambe i casi le risorse sono generate da surplus valutari e/o fiscali, inoltre i SPRF non sono soggetti all'obbligo di corrispondere pagamenti periodici ai beneficiari del fondo. Le similitudini tra i fondi sovrani e i SPRF hanno acceso un vivo dibattito tra esperti e studiosi circa la possibilità di assimilare i secondi ai primi e valutarli in base a regole e canoni condivisi. Non condivisibile appare tuttavia la posizione di

²⁹ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna ,2009, p.26.

Edwwin Truman, che nel suo *Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices* del 2008, assimila ai fondi sovrani non solo i SPRF ma anche i tradizionali fondi pensione pubblici. La linea impartita nello stesso anno dal Fondo Monetario Internazionale in *Sovereign Wealth Fund- a Work Agenda* è più restrittiva e affidabile e propone di includere tra i fondi sovrani solo i SPRF. Tra i fondi sovrani è dunque necessario comprendere anche il Norwegian Government Pension Fund e il National Social Security Fund cinese, il francese Fonds de Reserve pour les Retraites, il Future Fund australiano, l'irlandese National Pensions reserve Fund, il neozelandese Superannuation Fund e il fondo pensioni cileno.³⁰

Le imprese pubbliche sono imprese in cui lo stato detenga il controllo attraverso una partecipazione di maggioranza assoluta o relativa o di minoranza sufficiente ad indirizzare l'operatività dell'impresa.³¹

Di norma lo stato investe in settori ritenuti strategici per lo sviluppo e la sicurezza del paese quali l'aeronautico, l'energetico, i trasporti e le infrastrutture, le telecomunicazioni e le utilities.

I fondi sovrani sebbene assimilabili, sotto taluni aspetti, alle imprese a partecipazioni statali si differenziano da queste e costituiscono una differente modalità di esercizio della sovranità nazionale.³²

I fondi sovrani si distinguono infine anche da altri tradizionali veicoli finanziari: *hedge fund* e fondi di *private equity*.

Gli *Hedge fund* sono fondi d'investimento speculativi che si discostano dalle tradizionali forme di gestione del risparmio, regolate da norme e principi che ne limitano operatività e assunzione del rischio. Il termine *hedge*, nella denominazione, indica letteralmente copertura, protezione e in effetti l'obiettivo di tali strumenti è appunto la gestione e la copertura dal rischio di mercato. Lo scopo è ottenere risultati positivi indipendentemente dalle oscillazioni del mercato. Il primo *hedge fund* risale al 1949 e fu costituito dal giornalista americano A.W. Jones attraverso la combinazione di posizioni lunghe in alcuni titoli e corte in altri.

³⁰ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 27-29.

³¹ Kimmitt R., *Public Footprints in Private Markets*, Foreign Affairs, January/February Issue, 2008, p. 1

³² *Ibidem* pp. 26-27.

I fondi di *Private equity* sono fondi mobiliari chiusi che raccolgono capitali e risorse presso privati, e soprattutto presso investitori istituzionali quali banche, intermediari, fondi pensione, compagnie assicurative, fondazioni, per investirli in imprese non quotate ad alto potenziale di crescita. L'obiettivo di tale veicolo finanziario è sostenere le imprese in crisi per poi essere remunerati attraverso la quotazione dell'impresa.

I fondi sovrani condividono con *hedge fund* e fondi di *private equity* la scarsa trasparenza nella gestione operativa e il rispetto di una regolamentazione poco stringente. Sussistono, tuttavia, numerose e cruciali differenze non attinenti solo alla natura proprietaria privata, e non pubblica, di *hedge fund* e fondi di *private equity*. Gli *hedge fund* si connotano per un elevato ricorso alla leva finanziaria, per una notevole propensione al rischio e per orizzonti temporali di breve periodo laddove i fondi sovrani prediligono un ridotto livello d'indebitamento, orizzonti temporali di investimento di medio lungo periodo e una minore propensione al rischio.

Hedge fund e fondi di *private equity*, remunerando il management anche attraverso l'attribuzione di titoli azionari, consentono un allineamento di obiettivi tra la proprietà e il management mentre i fondi sovrani, di proprietà statale, soffrono di alcuni seri conflitti di agenzia e di problemi di governance.

Infine gli *hedge fund* di norma conservano livelli di trasparenza accettabili verso soci e azionisti mentre i fondi sovrani rischiano di essere poco trasparenti negli obiettivi e nella struttura anche verso i loro azionisti di riferimento, ovvero i cittadini dello stato che li controlla.

1.3 Strategie di investimento e struttura di governance dei Fondi Sovrani

La crescita rapida ed esponenziale dei fondi sovrani, sia per risorse gestite che per numero di fondi, ha imposto a esperti, studiosi, analisti e opinione pubblica una attenta analisi del fenomeno. Nell'arco di un decennio i fondi sovrani sono proliferati: meno del 40 % dei fondi esistenti è stato istituito tra il 1953 (anno di fondazione della KIA, primo SWF) e il 1999, quasi il 50% è nato tra il 2000 e il 2008 e gli altri dopo il 2008. Due sono i fattori alla base di tale crescita: i rilevanti avanzi commerciali delle partite correnti in Cina, nei paesi del Golfo e negli altri paesi esportatori di petrolio (come la Russia) e nelle economie asiatiche di recente industrializzazione da una parte e "la sostenuta dinamica delle quotazioni internazionali del petrolio e delle altre materie prime energetiche" dall'altra.³³

La crescente attenzione rivolta al mondo dei fondi sovrani non si limita solo alla dimensione delle risorse gestite ma guarda soprattutto alle strategie di investimento perseguite e ai possibili effetti sui mercati finanziari. La letteratura sul tema si è infatti concentrata sul ruolo svolto dai fondi nel (ri)assetto degli equilibri finanziari globali e sull'impatto sulle economie avanzate. Le analisi sono state condotte principalmente sui fondi detenuti da Cina e Singapore in Asia e dai paesi del Golfo, che rappresentano i principali attori del nuovo scenario economico-finanziario globale. I diversi studi, implementati secondo approcci sia micro che macroeconomici, hanno evidenziato alcune caratteristiche comuni dei fondi sovrani. Questi tendono ad acquisire partecipazioni significative ma non di controllo e spesso prive di diritti amministrativi e potere di influenzare il CDA; prediligono le economie avanzate, USA in primis, quale meta dei propri investimenti in ragione anche dei più elevati standard istituzionali in termini di qualità della regolamentazione; la maggior parte delle risorse sono state destinate al settore finanziario ma è in crescita l'interesse verso il settore energetico, delle materie prime e delle utilities; la crisi ha avuto un impatto

³³ Ciarlone A., Miceli V., *Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale*, 2013, p. 11.

importante sulla operatività dei fondi ma inferiore a quello avuto su altri fondi di investimento.³⁴

1.3.1 Le strategie di Investimento

L'interesse rivolto alle strategie d'investimento dei SWF è cresciuto rapidamente negli ultimi 10-15 anni a causa del peso sempre maggiore assunto da questi nei mercati finanziari e soprattutto nel mercato azionario.

Con 124 miliardi di dollari investiti in azioni il 2007 ha segnato l'anno di picco degli investimenti dei fondi sovrani sul mercato azionario internazionale.

Gli asset gestiti dai fondi sovrani hanno raggiunto i 6,3 trilioni di dollari a fine 2013, superando di molto l'attivo gestito da altri rilevanti investitori istituzionali quali *hedge fund* e fondi di *private equity* e segnando una crescita decisiva rispetto ai 500 miliardi di dollari realizzati nel 1995. Facendo riferimento a dati del 2013 dei 69 SWF esistenti, appare evidente il peso raggiunto da tale strumento finanziario se rapportato al PIL mondiale e, soprattutto, alla dimensione delle risorse gestite dai principali investitori istituzionali. L'*asset under management* dei SWF nel 2013 corrisponde all'8,5 % del PIL mondiale e al 4% di tutte le attività finanziarie globali e supera di molto i 2,6 trilioni di dollari amministrati dai fondi di *private equity* e l'1,9 trilione di dollari degli *hedge fund*. Non appare trascurabile il patrimonio allocato dai SWF neppure se confrontato con le riserve delle banche centrali che amministrano 11 trilioni di dollari, e con i veri giganti del mercato finanziario globale quali i fondi pensione, 30 trilioni di *asset under management*, le compagnie di assicurazione, 25 trilioni, e i fondi comuni di investimento, 24 trilioni. Altra caratteristica rilevante e non trascurabile del fenomeno è l'alto livello di concentrazione: i 10 maggiori fondi sovrani detengono l'80% del patrimonio complessivo, i primi 30 raggiungono il 96%.³⁵ Degli asset complessivamente gestiti dai 69 fondi sovrani il 40% si concentra in Asia con la SAFE Investment Company, la Investment Corporation e i due fondi di Singapore,

³⁴ Ciarlone A., Miceli V., *Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale*, 2013, pp. 5-6.

³⁵ Ciarlone A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Fund Contrarian Investors?*, 2014, p. 7.

Temasek Holdings e Government Investment Corporation a costituire i maggiori SWF. I fondi sovrani dei paesi del Golfo seguono subito dopo e amministrano il 39% del patrimonio complessivo. I maggiori fondi dell'area sono il Saudi Arabian Monetary Agency, l'Abu Dhabi Investment Authority, il Kuwait Investment Authority e il Qatar Investment Authority.

I fondi sovrani europei coprono una quota pari al 17% degli asset totali con il Norwegian Pension Fund, il Russian National Wealth Fund e il Reserve Fund come attori principali. Si stima che i fondi sovrani siano destinati a crescere ulteriormente nei prossimi anni a tassi più moderati ma sostenuti e raggiungere i 10 trilioni già nel 2016.³⁶

Gli studi condotti sul fenomeno non sono riusciti a tenere il passo con il ritmo di crescita inarrestabile dei fondi. In parte ciò è dovuto all'assenza di un adeguato set informativo circa le strategie perseguite, gli obiettivi, la struttura di governance e la dimensione. Il deficit di trasparenza che caratterizza la maggior parte dei fondi sovrani non inficia solo le ricerche di accademici e analisti ma desta timori tra politici, istituzioni pubbliche e internazionali circa la possibilità che i SWF perseguano obiettivi strategico-politici celati dietro le apparenti e pubblicizzate finalità di massimizzazione dei rendimenti.

Individuare le variabili che guidano le scelte di investimento dei fondi sovrani è una questione oramai cruciale per comprendere la loro influenza sugli equilibri di mercato. In base alla evidenza empirica, i fondi sovrani sembra abbiano adottato un approccio anticiclico durante la recente crisi finanziaria investendo nel settore bancario delle istituzioni finanziarie occidentali e agendo da stabilizzatori del mercato. Le strategie di investimento dei fondi sovrani si snodano intorno a due scelte principale: i paesi in cui investire e l'ammontare di risorse da investire.³⁷ In merito al primo punto i riscontri empirici dimostrano la preferenza verso paesi caratterizzati da elevati livelli di sviluppo economico, dalla presenza di un mercato finanziario liquido e stabile, da un efficiente sistema di protezione dei diritti di proprietà, da condizioni macroeconomiche stabili. La dimensione economica del paese target e il livello di sviluppo finanziario ricoprono un ruolo cruciale nella determinazione della quantità di risorse da investire. Dato di

³⁶ Ciarloni A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Fund Contrarian Investors?*, 2014, p.7

³⁷ *Ibidem* p. 5.

particolare rilievo appare l'interesse dei SWF verso paesi in crisi finanziaria. Questa ultima incide positivamente nella scelta delle nazioni in cui investire e nella determinazione dell'ammontare da investire.

I fondi sovrani perseguono strategie di investimento anticicliche, diversamente dagli altri maggiori investitori istituzionali, aumentando le acquisizioni di azioni in paesi colpiti da crisi finanziarie. I flussi di capitali originati dall'attività di investimento dei fondi sovrani hanno un effetto stabilizzatore sui mercati nazionali colpiti da dissesto finanziario, proteggendo i paesi target da shock esteri e al contempo evitando la propagazione degli effetti disastrosi della crisi a livello globale. Essendo, per definizione, investitori di grandi dimensioni, con orizzonti temporali tendenzialmente di lungo periodo, e preferenze stabili nei livelli di rischio assunto, i fondi sovrani possono evitare di emulare il comportamento pro-ciclico degli altri investitori istituzionali e al contempo guadagnare grazie a piani di investimento di segno opposto.

La dimensione attuale e i tassi di crescita attesi consentono ai fondi sovrani di operare tranquillamente nei mercati finanziari in periodi di crisi.

Il numero, la dimensione, l'influenza sullo sviluppo dei mercati finanziari hanno portato ad un crescente interesse di studiosi e analisti per le caratteristiche strutturali e le strategie di investimento dei fondi sovrani. La letteratura in merito soffre tuttavia della mancanza di adeguate informazioni su obiettivi, dimensioni e strutture di portafoglio dei SWF.

La maggior parte degli studi esistenti si è concentrata sulle implicazioni degli investimenti dei fondi sul valore di mercato delle imprese finanziate. L'evidenza empirica ha dimostrato una correlazione positiva tra gli investimenti dei fondi sovrani e il valore di mercato delle azioni nel breve periodo.

La minor parte delle ricerche si è dedicata allo studio dei fattori che influenzano le scelte di investimento dei fondi sovrani e che distinguono le strategie dei fondi da quelle perseguite da altri investitori istituzionali.³⁸

L'evidenza dimostra come il sistema finanziario sia intrinsecamente pro-ciclico e caratterizzato dalla fuga di flussi di capitali dalle imprese o dai paesi in crisi, in misura maggiore quanto maggiore è la gravità del dissesto.

³⁸ Ciarlone A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Fund Contrarian Investors?*, 2014, p. 9.

Gli investitori finanziari si contraddistinguono per un orizzonte di valutazione medio-lungo che, in via puramente teorica, consentirebbe loro di contrastare la volatilità dei prezzi degli asset nel breve periodo e di essere meno colpiti dagli effetti della prociclicità del sistema nei loro investimenti.

La recente crisi finanziaria ha dimostrato come sia vero l'esatto contrario: gli investitori istituzionali hanno adottato un comportamento pro-ciclico agendo da trasmettitori e amplificatori, a livello globale, degli shock finanziari. La strategia di vendita immediata degli asset in perdita, prontamente emulata da altri operatori del mercato, ha contribuito, in misura decisiva, alla propagazione della crisi. Lo studio di Papaioannou offre chiari e inequivocabili esempi del comportamento pro-ciclico dei maggiori investitori istituzionali durante la recente crisi finanziaria globale e in particolare dei fondi comuni di investimento che hanno disinvestito massicciamente dopo il crollo di *Lehman Brothers* nel Settembre 2008. Il lavoro di Raddatz e Schukler, basato su un ampio set di dati a livello microeconomico sui fondi comuni di investimento sui mercati azionario e obbligazionario, sostengono e rinforzano tali conclusioni analizzando le interazioni strategiche tra investitori e manager: entrambi sono influenzati da rendimenti e crisi, e aggiustano il loro portafoglio attraverso una radicale riallocazione delle risorse, riducendo l'esposizione nei periodi di crisi e aumentandolo nei periodi di stabilità. I flussi di capitali apportati dai fondi comuni di investimento non hanno così un impatto stabilizzatore sul mercato ma, al contrario, contribuiscono ad esporre i paesi in cui investono a shock esterni.

Analizzando le caratteristiche strutturali dei SWF (orizzonte di medio-lungo termine, l'obiettivo di preservare la ricchezza per le future generazioni, l'assenza di obbligazioni da onorare) appare evidente che questi siano in grado di contrastare la pro-ciclicità del sistema finanziario, prova ne sono gli ingenti investimenti indirizzati a sanare il sistema bancario-finanziario occidentale in dissesto.³⁹

Agendo in modo anticiclico i fondi sovrani hanno ricoperto un fondamentale ruolo stabilizzatore per i mercati finanziari, evitando la trasmissione e la propagazione degli shock a livello globale.

³⁹ Ciarlone A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Fund Contrarian Investors?*, 2014, p. 9.

La crisi finanziaria non sembra pertanto scoraggiare né frenare gli investimenti dei fondi sovrani, ma al contrario appare incidere in modo rilevante nella determinazione dell'ammontare di risorse da investire in un determinato paese. Vi sono poi altri fattori che incidono positivamente, anche se in misura differente, nelle scelte di investimento dei fondi sovrani. Primo elemento discriminante è il livello di sviluppo economico di un paese, misurato attraverso il rating creditizio, il PIL nazionale, il PIL pro capite, il tasso di crescita del PIL. Allo sviluppo economico segue lo sviluppo del mercato azionario rilevato dalla capitalizzazione del mercato azionario del paese target rapportato al PIL del paese e dal *turnover ratio*. Altro fattore chiave è il grado di apertura commerciale e finanziaria del paese espresso dal numero di investimenti diretti esteri, dal livello di importazioni ed esportazioni e da altri indici di apertura finanziaria. Incide poi anche il livello di protezione assicurata all'investitore testimoniata dall'adeguatezza del sistema giuridico, dai diritti di proprietà, dai diritti degli azionisti e dalla forza legale dei contratti. Ultimo elemento determinante nelle scelte di investimento dei fondi sovrani è la qualità delle istituzioni correlata alla libertà di iniziativa economica, al contrasto alle pratiche di corruzione, alla qualità della regolamentazione, alla efficienza del governo e delle istituzioni e al ruolo della legge.⁴⁰

⁴⁰ Ciarlone A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Fund Contrarian Investors?*, 2014, p. 24.

1.3.2 Struttura di Governance

La strategia di investimento ottimale per un fondo sovrano deve essere in linea con gli obiettivi principali perseguiti. Nella maggior parte dei casi tali obiettivi sono direttamente correlati alla struttura di governance, alla strategia di investimento e ai requisiti di trasparenza. ⁴¹

Figura 1.1- Principali elementi della policy dei fondi sovrani



Fonte: A. Al- Hassan, M. Papaioannou, M. Skancke, C. Chih Sung,

⁴¹ Al- Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Chih Sung C., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, 2013, p.8.

Un'adeguata cornice legale, in grado di definire chiaramente la struttura proprietaria, le responsabilità del management e il mandato di investimento, è necessaria per garantire una efficace gestione dei fondi sovrani.

La cornice istituzionale all'interno della quale operano i fondi differisce da nazione a nazione e da fondo a fondo. Tralasciando la struttura di governance, la gestione operativa di un SWF dovrebbe essere condotta in modo indipendente per minimizzare influenze e pressioni politiche in grado di ostacolare il perseguimento dei principali obiettivi. Le principali configurazioni che i fondi possono assumere sono due: una manageriale e una basata sulle società di investimento. Il modello manageriale prevede che il proprietario legale degli asset costituenti il fondo (di norma il ministro delle finanze) conferisca ad un asset manager un mandato di gestione e investimento delle risorse. All'interno di questo modello si distinguono tre sottocategorie. Nella prima la banca centrale gestisce gli asset in virtù del mandato conferitole appositamente dal ministro delle finanze e può gestire uno o più fondi privati in un'ottica di portafoglio. Nella seconda viene istituita una entità separata di gestione del fondo, di proprietà del governo, che lo amministra grazie al mandato del ministro delle finanze. In tale caso i manager potrebbero contemporaneamente gestire risorse di fondi pubblici diversi. Un esempio è la Government Investment Corporation of Singapore che gestisce anche parte delle riserve della Monetary Authority of Singapore. La terza sottocategoria prevede che il ministro delle finanze conferisca il mandato direttamente a uno o più manager privati. Tale modello di norma non è consigliato poiché la scelta di manager esterni rischia di seguire logiche politiche a discapito della competenza e dei requisiti necessari all'amministrazione di un fondo sovrano.

La configurazione manageriale non rappresenta l'unica possibile alternativa per i fondi sovrani. Un modello differente si basa sulla costituzione di una società di investimento che amministri gli asset di un fondo sovrano per conto del governo.⁴²

Di norma si ricorre alla creazione di una società di investimento quando la strategia di gestione prevede più investimenti concentrati, la partecipazione

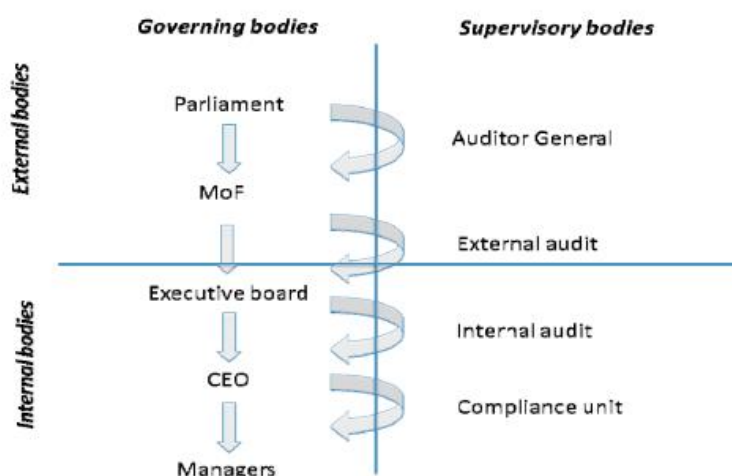
⁴² Al- Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Chih Sung C., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, 2013, p.10.

attiva nelle imprese finanziate o quando il fondo persegue un obiettivo di sviluppo in aggiunta a quello di massimizzazione dei rendimenti.

In molti casi i manager dei fondi sovrani agiscono per conto e seguendo le direttive dei beneficiari e dei proprietari legali, spesso coincidenti con i governi centrali. La struttura organizzativa di un fondo sovrano si caratterizza per la presenza di organi direttivi e organi di controllo. L'autorità ad investire le risorse del fondo è delegata dai vertici della struttura di governance attraverso una catena di organi direttivi. I livelli di delega allentano le maglie del controllo del sistema organizzativo. Ad ogni livello della struttura organizzativa dovrebbe essere previsto un organo di controllo che supervisioni l'organo direttivo e attesti che questo segue le direttive impartite dai livelli gerarchici superiori.

Gli organi organizzativi si distinguono poi in interni ed esterni. I primi rientrano nella struttura legale dei SWF, i secondi non vi rientrano e hanno un ruolo chiaramente definito nella gestione del fondo.⁴³

Figura 1.2 - Struttura di governance generale di un fondo sovrano



Fonte: Maziad S., Skancke M.

⁴³ Maziad S., Skancke M., *Sovereign Asset Liability management- Guidance for Resource- Rich Economies*, pp.34-35.

Nella gerarchia organizzativa di un fondo sovrano è possibile distinguere diversi organi direttivi, operanti a differenti livelli. Proprietario del fondo sovrano è il governo centrale. Il parlamento stabilisce le leggi che definiscono la struttura legale del fondo. In base alla divisione dei ruoli tra esecutivo e parlamento il secondo potrebbe rivestire un ruolo attivo anche nella definizione di appropriati livelli di rischio per il fondo. Nella maggior parte dei casi il governo al completo, o il solo ministro delle finanze, svolge la funzione di proprietario del fondo. Il CDA rappresenta l'organo direttivo più importante all'interno della struttura legale del fondo. Al suo interno viene poi nominato l'amministratore delegato del fondo che presidia l'intera organizzazione e risponde delle operazioni svolte. I manager interni ed esterni sostengono il CEO che di norma incarica un *Chief investment Officer* della direzione degli investimenti realizzati.

Gli organi direttivi sono supportati dagli organi di controllo che verificano il rispetto di regole e direttive da parte dei livelli gerarchici inferiori. In molti paesi il parlamento individua un *auditor general* per controllare le attività del ramo esecutivo del governo. Tra i compiti svolti vi è la verifica che il ministro delle finanze operi secondo quanto stabilito dalla legge e che riporti al parlamento informazioni veritiere e corrette.

L'*auditor* esterno viene di norma nominato dall'organo direttivo per conto del governo centrale con lo scopo di supervisionare i conti del fondo e attestarne la corretta gestione. In determinate circostanze l'*auditor* esterno può ricoprire anche altre funzioni quale l'ispezione del sistema interno di controllo.

L'*auditor* interno è designato dal CDA a cui riporta direttamente i risultati della propria attività. Assiste il CDA nella supervisione della gestione del fondo e nella verifica del rispetto di leggi e regolamenti.

La *Compliance Unit* è uno strumento che consente al CEO di attestare la conformità di tutte le attività alle regole del fondo. Tale struttura comporta una chiara distinzione di ruoli e responsabilità tra i diversi organi di un fondo. La configurazione organizzativa dei fondi sovrani varia da paese a paese in ragione delle diversità delle istituzioni politiche.⁴⁴

⁴⁴ Maziad S., Skancke M., *Sovereign Asset Liability management- Guidance for Resource- Rich Economies*, pp.35-36.

Ad esempio la natura della relazione tra parlamento e ministro delle finanze nella struttura di governance è direttamente correlata alla natura della relazione tra braccio esecutivo e braccio legislativo del governo. Vi sono comunque dei principi comuni di base che presidiano la determinazione della struttura di un fondo sovrano. La legittimità delle operazioni di un fondo sovrano è sostenuta da una solida base legale e dalla istituzione di una efficace catena di organi direttivi articolata in più livelli. Le differenze nelle istituzioni politiche si ripercuotono anche sulla configurazione degli organi di controllo. In particolare varia il ruolo dell'auditor generale e il processo di coordinamento tra l'auditor generale e gli auditor esterni.

I vari fondi sovrani sono accumulati dalla necessità di una divisione chiara e trasparente di ruoli e responsabilità tra i vari organi che assicurino certezza contabile e legale. Di significativa importanza è la distinzione tra proprietà e management degli asset del fondo che rischia talvolta di generare conflitti di agenzia tra principale e agente.

Nell'assetto istituzionale dei SWF il governo assume un duplice ruolo: proprietario dell'entità di gestione degli asset e proprietario degli asset gestiti. Quando i fondi sovrani sono gestiti come un insieme di attività, ad esempio da una banca centrale, appare evidente la distinzione tra fondo come insieme di asset gestiti e come istituzione incaricata della gestione operativa di tali asset. Tale specificazione ricorre anche nel caso in cui venga istituita una entità con il singolo scopo di gestire gli asset di un fondo sovrano. In tali circostanze l'adeguata definizione di ruoli e responsabilità, unita ad un efficace quadro contabile, protegge i manager del fondo dalle pressioni politiche.

1.3.3 Risk Management

L'attività di *Risk Management* di un fondo sovrano deve essere svolta coerentemente con i principi e la struttura di governance entro cui si inserisce. Deve poi essere caratterizzata dalla chiara definizione di un mandato di delega, di ruoli e responsabilità, di principi contabili, di norme in materia di trasparenza e professionalità.

In qualità di fondo di investimento globale, un SWF è esposto ad una molteplicità di rischi differenti. L'obiettivo del *risk management* è la riduzione di tutti i rischi cui il fondo è esposto: rischio di mercato, rischio di credito, rischio operativo, rischio di liquidità, rischio legale, rischio di *compliance*, rischio di agenzia, rischio di governance e rischio di reputazione.

I fondi sovrani necessitano di una adeguata cultura di *risk management* che prevede il coinvolgimento attivo e diretto dei manager nello sviluppo e nel rafforzamento del processo di gestione dei rischi. L'aderenza ad alti standard di *risk management* è condizione necessaria e imprescindibile per il perseguimento degli obiettivi del fondo, per preservare la legittimità nel mercato domestico e per incrementare la stabilità finanziaria internazionale attraverso lo sviluppo di un contesto di investimento stabile, aperto e trasparente.⁴⁵

Il processo di gestione del rischio si compone di sei differenti parti:

- *Risk policies and procedures*: set di principi scritti approvati dal CDA, implementati dal CEO e diffusi all'interno del fondo.
- *Risk identification*: processo attraverso cui il fondo definisce e comprende la natura del rischio da affrontare.
- *Risk measurement*: metodologia che consente il confronto tra le differenti dimensioni dei rischi e di definire obiettivi di performance e decisione di investimento.
- *Risk monitoring*: processo operativo con cui i fondi si accertano di operare all'interno di regole e procedure di gestione del rischio definite.
- *Risk reporting*: tipicamente si fa riferimento ad un processo di reporting interno

⁴⁵ Al- Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Chih Sung C., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, 2013, p.22.

- *Risk verification and audit*: processo che attesta l'adeguatezza del sistema di *risk management* e delle tecniche approntate.⁴⁶

Nel definire appropriati livelli di rischio, è necessario distinguere tra i rischi remunerati o desiderabili e i rischi che non lo sono. I rischi finanziari sono caratterizzati di norma da una relazione positiva tra esposizione al rischio e rendimento atteso che incorpora un premio per i rischi assunti. Investire in attività rischiose comporta rendimenti più alti di quelli associati ad attività liquide e non rischiose. I cosiddetti rischi consequenziali, quali i rischi operativi e legali, sono il risultato inevitabile di dell'operare nel settore finanziario.

Il rischio assunto da un fondo sovrano può essere distinto in *SAA risk* e rischio attivo. Il primo fa riferimento alla strategia di *asset allocation* del fondo senza l'intervento dell'attività di gestione. Il secondo cattura il contributo che la gestione attiva porta al *SAA risk*.

Fornire un quadro esaustivo e omnicomprensivo della gestione del rischio di credito è una fase cruciale nell'analisi del *risk management* di un fondo sovrano. Occorre considerare tutte le componenti di tale rischio, incluse il rischio di credito dell'emittente, il rischio di controparte e il rischio di default. Un approccio univoco, basato su limiti e procedure ben definite, è essenziale per il contenimento del rischio di credito soprattutto nel caso in cui il fondo sovrano sia esposto ad una molteplicità di rischi verso lo stesso soggetto. E' infatti possibile che un fondo sovrano si trovi a dover gestire e coprire il rischio di credito, di controparte e di default connessi alle relazioni con un'unica banca o una sola istituzione finanziaria.⁴⁷

A differenza dei rischi finanziari, quelli di natura operativa non sono remunerati e la loro gestione mira a mitigarne l'impatto e a riportarli a livelli sostenibili. L'esposizione ai rischi finanziari si traduce in una maggiore volatilità del valore di mercato degli investimenti realizzati e in maggiori rendimenti, laddove i rischi operativi generano significative perdite fino alla possibilità di fallimento del fondo. Il rischio operativo ha quindi natura endogena essendo collegato

⁴⁶ Al- Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Chih Sung C., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, 2013, pp.22-23.

⁴⁷ Ibidem p.23.

all'ambiente di business, alla sua natura, alla complessità delle attività di investimento, ai processi e ai sistemi impiegati e alla qualità del management e del flusso informativo. I rischi operativi non possono essere evitati o eliminati completamente. Agli ingenti costi associati al suo contenimento non corrispondono rendimenti attesi. Tra i costi del sostenimento del rischio e i costi relativi alla sua mitigazione vi è dunque un *trade-off*, il quale deve essere esplicitato nei documenti relativi alla *risk policy* del fondo.

Il principale strumento di gestione del rischio operativo è un'appropriata struttura organizzativa interna in grado di definire chiaramente ruoli e responsabilità relativi alle transazioni di portafoglio, alle *operations*, alle funzioni di *compliance*, *performance measurement*, *settlement* e contabilità.

Tale configurazione è il risultato della predisposizione di divisioni separate gestite autonomamente sotto il controllo e l'indirizzo del CEO.

La pubblicità delle politiche di gestione del rischio, della struttura di governance e delle *operations* del fondo sovrano rassicura gli investitori nazionali e internazionali sul rispetto di alti standard in materia di rischio operativo, rischio di *compliance* e rischio reputazionale da parte del fondo. ⁴⁸

⁴⁸ Al- Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Chih Sung C., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, 2013, p.24.

1.4 Dimensione geopolitica e geo-economica dei Fondi Sovrani

A rendere complessa e articolata la valutazione dei fondi sovrani contribuisce, in misura decisiva, la commistione tra obiettivi politici ed obiettivi economici che li caratterizza. L'opacità della struttura di governance, la conseguente difficoltà nell'identificare gli obiettivi ultimi di un fondo e nel determinare l'incidenza del governo nelle decisioni di investimento, rende difficile distinguere le finalità politiche da quelle economiche. Il pericolo che i fondi sovrani possano trasformarsi da veicoli finanziari d'investimento in attori in grado di influenzare, in modo decisivo, l'economia di un settore strategico e di un intero paese ha costretto il mondo occidentale ad analizzare il fenomeno e a promuovere regole e norme capaci allo stesso tempo di attrarre gli investimenti dei fondi e di proteggere l'economia nazionale.

L'attenzione crescente rivolta ai SWF nell'ultimo decennio ha tra le sue cause anche il timore che stati stranieri potessero sfruttare gli investimenti dei fondi per ottenere il controllo di imprese strategiche estere.

Il rilievo assunto dai fondi sovrani tra analisti, esperti e opinione pubblica ha raggiunto il suo apice nel biennio 2007-2008, prova ne è il numero di articoli dedicati all'argomento. Tra il primo gennaio 2007 e il 31 dicembre 2008 due voci autorevoli nel mondo economico, in grado di formare l'opinione pubblica internazionale, hanno prestato particolare attenzione al mondo dei fondi sovrani: *"L'Economist"* ha pubblicato più di 100 articoli sui fondi sovrani e il *"Financial Times"* nel suo sito ne riporta 2489 voci.⁴⁹

Ciò è riconducibile al duplice ruolo assunto dai fondi: investitori finanziari con obiettivi di massimizzazione del rapporto rischio-rendimento nel breve periodo e attori con finalità geopolitiche da realizzare nel lungo periodo.

In un orizzonte temporale di breve termine i Fondi perseguono infatti una strategia finanziaria mentre nel medio-lungo termine una di natura politica.

⁴⁹ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, p. 94.

1.4.1 La gestione finanziaria

La gestione finanziaria dei fondi sovrani è improntata all'ottimizzazione delle scelte di portafoglio effettuate con efficienti combinazioni di rendimenti attesi, varianze e covarianze. La finalità è di carattere puramente economico finanziario e non prevede il coinvolgimento nella governance delle imprese partecipate. In tale categoria è possibile annoverare:

- *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, presieduto dal principe Khalifa bin Zayed Al Nahyan, presidente degli Emirati Arabi Uniti in carica dal 2004, emiro dell'emirato di Abu Dhabi e governatore della città il quale amministra il fondo sovrano più importante del mondo.
- *Kuwait Investment Authority (KIA)* che investe il suo patrimonio principalmente negli Stati Uniti e in Europa, privilegiando i settori *equity*, *bond* e *real estate*.
- *Government Pension Fund Global* che investe il suo patrimonio in 42 differenti mercati azionari e attraverso 31 valute. La responsabilità del fondo è assegnata al ministro delle finanze norvegese, l'amministrazione alla *Norges Bank Investment Management*.
- *Government Investment Corporation of Singapore*, presieduto da Lee Hsien Loong, primo ministro di Singapore e figlio del suo predecessore.
- *China Investment Corporation*
- *National Wealth Fund russo*

Tra i fondi strutturati per perseguire obiettivi di natura strettamente finanziaria rientrano anche i fondi che indirizzano, per specifiche scelte delle Autorità pubbliche, i propri investimenti a settori specializzati. Essi perseguono modalità di investimento assimilabili a quelle dei fondi di *private equity*: ricorso a *special purpose vehicles*, utilizzo della leva finanziaria per acquisire partecipazioni ad alto rendimento. Fanno parte di tale categoria di fondi sovrani:

- Il Fondo di Singapore *Temasek Holdings*, presieduto dal 2013 da LIM Boon Heng
- *Qatar Investment Authority*, presieduto da H.H. Sheikh Abdullah bin Hamad bin Khalifa Al Thani il quale guida un consiglio di

amministrazione composto dalle principali personalità di spicco del Qatar.

- *Mubadala Development Company* (MDC), fondo emiratino di Abu Dhabi presieduto dallo sceicco Khalifa bin Zayed Al Nahyan.
- I veicoli di investimento di Dubai: *Istithmar, Investment Corporation of Dubai (ICD) e Dubai Investment Capital (DIC)*.⁵⁰

1.4.2 La gestione geopolitica

Taluni fondi sovrani nascono con obiettivi geopolitici e geo-finanziari, orientati ad influenzare gli assetti tecnologici ed industriali dei settori, e dei paesi, in cui i fondi investono. I fondi sovrani sono lo strumento che consente ai paesi “emergenti” di ottenere una presenza più strutturata e decisiva nei paesi avanzati e di acquisire leve di natura strategico- politica nei paesi in cui investono, e in alcuni casi, nel panorama politico- finanziario istituzionale.

“Questa tipologia di gestione, benché proiettata in scenari di medio-lungo termine, è rappresentativa di una redistribuzione della policy globale che l’attuale crisi finanziaria ha accelerato. In questo senso, infatti, i Fondi Sovrani possono essere visti come strumenti per favorire lo spostamento da ovest a est di una parte importante del potere economico- finanziario nel sistema internazionale a vantaggio dei paesi emergenti. Tramite i fondi sovrani i paesi emergenti stanno ponendo le basi per trasformare il loro potere economico in potere politico”.⁵¹

In un simile scenario non è possibile immaginare che rimanga invariato il modello di contrattazione tra “paesi avanzati” e “paesi emergenti”. I secondi non costituiscono più la parte debole e, consapevoli del nuovo ruolo assunto nelle dinamiche macro finanziarie e macro economiche, tenderanno ad imporsi con maggiore autorevolezza. Al contempo il mondo occidentale, spaventato dalla

⁵⁰ Savona P., Regola P., *Il ritorno dello stato padrone- i fondi sovrani e il grande negoziato globale*, Catanzaro, 2009, pp. 49-51.

⁵¹ Ibidem pp. 51-52.

progressiva erosione del proprio ruolo e del proprio potere, tenterà di offrire soluzioni “sotto forma di concessioni vincolate”.

Le due modalità di gestione, finanziaria e politica, implementate dai fondi sovrani non necessariamente devono essere svolte tramite questi. “Nel caso di investimenti arabi, ad esempio, talvolta le acquisizioni possono essere finanziate direttamente da portafogli privati, segnatamente riconducibili alle famiglie reali della regione. Si fa riferimento alle partecipazioni nel settore bancario (*Barclays*) e calcistico (*Manchester City*) dell’economia britannica da parte dello sceicco Mansour bin Zayed Al Nahayan; oppure alle partecipazioni azionarie in *Barclays* del primo ministro del Qatar, lo sceicco Hamad bin Jassim bin Jabor Al Thani, tramite il suo portafoglio privato. In tale caso, eventuali investimenti successivi effettuati tramite fondi sovrani riconducibili sempre a questi soggetti potrebbero essere anche condizionati nelle loro scelte di allocazione di fondi statali al miglioramento del rendimento del loro investimento privato.⁵²

1.4.3 I timori dell’Occidente

La recente crisi finanziaria, e il ruolo decisivo svolto dai fondi nel finanziamento delle principali istituzioni bancarie e finanziarie occidentali, ha imposto a studiosi, analisti, esperti del mercato e opinione pubblica di analizzare il fenomeno. I fondi sovrani non risalgono certo a questo periodo, si tratta di un fenomeno che affonda le proprie radici ben più lontano nel tempo, ma solo dal 2007 hanno destato preoccupazioni in Europa e Stati Uniti. Preoccupazioni varie che hanno investito diverse caratteristiche dei fondi e della loro operatività.

La prima fonte di timore, connessa al ruolo cruciale assunto dai SWF nei mercati finanziari, è legata al potenziale spostamento e sovvertimento degli equilibri di potere tra economie democratiche, in deficit di liquidità, e paesi non democratici detentori di fondi e surplus di liquidità.

⁵² Ibidem pp.51-52.

La seconda attiene alla dipendenza della politica interna di uno stato dal fondo che abbia acquisito una decisiva partecipazione in aziende strategiche per lo sviluppo e la sicurezza nazionale.

La terza riguarda il pericolo dell'appropriazione di know-how, competenze e conoscenze specifiche da parte dei fondi sovrani in grado di minare la stabilità economica e politica dei paesi in cui investono.

La quarta è alimentata dalla possibilità che i fondi sovrani possano alterare gli equilibri competitivi a livello globale acquisendo un controllo sempre maggiore in imprese vitali per la concorrenza nazionale e internazionale.

La quinta attiene al potenziale conflitto di interessi tra i proprietari del fondo e le aziende acquisite e/o i governi dei paesi destinatari degli investimenti.

La sesta al pericolo che pur in assenza di partecipazioni di controllo, i fondi sovrani siano in grado, attraverso la creazione di alleanze trasversali tra loro, di influenzare la nomina del management e l'operatività delle imprese di cui partecipano al capitale.

Ultima fonte di preoccupazione sorge dai possibili effetti distorsivi sulle fisiologiche dinamiche della concorrenza internazionale. I fondi sovrani potrebbero alterare i normali equilibri di mercato, agevolando l'impresa in cui investono rispetto alle altre imprese di settore.⁵³

1.4.4 Esternalità negative

Il timore del mondo occidentale riguardo la crescente influenza dei fondi sovrani nei mercati finanziari globali affonda le sue radici nel nesso pericoloso e profondo tra potere politico e potere finanziario.

La dipendenza del potere politico e militare di una nazione dal sostegno economico del suo creditore ha accentuato le preoccupazioni delle economie sviluppate. Il ricorso alla ricchezza di stati esteri non alleati rischia di minare alla base l'autonomia delle decisioni strategico-politiche di un governo. Nel biennio 2007- 2008 allo scopo di risanare, almeno in parte, un sistema finanziario in

⁵³ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna ,2009, pp. 94-96.

dissesto gli Stati Uniti hanno largamente beneficiato dei patrimoni dei fondi di stati con governi non in linea con la politica americana quali i paesi del Golfo e la Cina. Al pericolo d'incidenza di tali attori nelle scelte politiche degli Stati Uniti fa eco il timore di una ben più profonda minaccia al *soft power* americano con il rischio di un ribaltamento negli equilibri socio culturali a favore di governi non democratici. Divenuti destinatari privilegiati degli Investimenti dei SWF gli Stati Uniti hanno implicitamente accettato il rischio di veder ridotto il proprio potere economico, politico, culturale in favore di stati non democratici e non alleati.

L'importanza dei fondi sovrani, legata all'ingente disponibilità finanziaria e all'accumulo di riserve presso le banche centrali, potrebbe comportare un pericolo non solo per gli Stati Uniti ma per l'intero mondo occidentale. Europa e Usa dovrebbero scongiurare la possibilità che i SWF si pongano come finanziatori di ultima istanza pronti a sostenere paesi in deficit sostituendosi, di fatto, agli organismi internazionali più rigidi, quali il Fondo Monetario Internazionale. Altra questione cruciale è poi l'incidenza delle conseguenze di scelte politiche a livello internazionale, quali ad esempio decisioni del Consiglio di Sicurezza dell'ONU, sui titoli di debito pubblico.

Nodo centrale è la possibilità, a lungo dibattuta, che l'interdipendenza economica si trasformi in leva politica.⁵⁴

Un prezioso contributo teorico sull'argomento è stato fornito da Daniel Drezner in "*Fondi Sovrani e potere economico nella politica mondiale*" del 2008.

Drezner sottolinea come l'ostilità nei confronti degli investimenti esteri abbia rappresentato una costante nella storia della politica mondiale, raggiungendo nell'ultimo decennio livelli di protezionismo più elevati. Ciò è attribuibile al peso crescente assunto dai fondi sovrani che costituiscono un fenomeno nuovo trovandosi "al crocevia tra alta finanza e alta politica". Estensioni degli stati che li possiedono i fondi sovrani uniscono, agli occhi del mondo occidentale, al generico pericolo di investimenti esteri, la minaccia di finalità politiche dei governi stranieri.

Con l'avvento dei SWF il problema diviene regolatorio e geopolitico e si traduce nel timore di un aumento del potere negoziale delle economie non occidentali nei

⁵⁴ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 97-98.

confronti dei paesi “avanzati”. Sebbene caratterizzati da esternalità negative di carattere politico i fondi sovrani non sembrano costituire una reale minaccia agli equilibri strategici e geopolitici del mondo occidentale. Perfino i sostenitori di una politica guidata e condizionata dalle regole della finanza concordano nel ritenere che nella maggior parte dei casi non vi sono le condizioni affinché l’interdipendenza economica divenga una leva politica. Per condizionare, attraverso la leva della finanza, la politica di un paese è necessario che il paese che persegue tale strategia sia molto più potente di quello che la subisce, che sia in grado di evitare, attraverso una adeguata coalizione istituzionale, l’intervento di un “cavaliere bianco” che si proponga come finanziatore alternativo e che non vi sia la minaccia di una guerra tra i due stati. Tali condizioni sono necessarie, senza di esse la politica fatta con i mezzi della finanza è destinata a fallire. I principali paesi detentori di fondi sovrani, eccezione fatta per la Cina, sono piccoli stati, non paragonabili agli Stati Uniti e che sicuramente dalla minaccia di un conflitto con gli Usa avrebbero più da perdere che da guadagnare.

Appare dunque più probabile che i fondi sovrani abbiano l’effetto di danneggiare “gli sforzi di promozione della democrazia nel mondo in via di sviluppo e aumentare la fragilità della cooperazione nella finanza globale.”⁵⁵

Pur non influenzando direttamente le decisioni politiche degli stati in cui investono i Fondi sovrani possono ugualmente generare esternalità negative di carattere politico. La maggiore preoccupazione attiene alla natura autocratica, non democratica e non liberale della maggior parte dei governi proprietari dei SWF, cui fa eco una pericolosa assenza di trasparenza negli obiettivi e nelle strategie del fondo. Il rischio è che i fondi sovrani diventino un modello socio-politico alternativo alle democrazie occidentali in grado di creare proseliti tra i paesi in deficit strutturale di risorse e non in grado di accedere ai fondi occidentali.

L’ingente patrimonio dei fondi sovrani inoltre consente il perdurare di regimi autocratici e non democratici arginando potenziali crisi economiche prima che abbiano effetti sui regimi detentori dei fondi.

⁵⁵ Drezner D.W., *Fondi Sovrani e potere economico nella politica mondiale*, The Fletcher School, 2008.

Gli Stati Uniti stessi hanno un interesse implicito nel conservare lo status quo nei governi finanziatori e nel non agevolare una transizione democratica che rischierebbe di indirizzare lontano dagli USA gli investimenti a causa dell'antiamericanismo diffuso tra le popolazioni del Medio Oriente.

Non sottostando alle normali regole e principi vigenti in democrazia i fondi sovrani possono operare scelte di investimento non condivise dalla maggior parte dei cittadini, possono non rendere conto delle decisioni di investimento e impiego dei fondi né degli obiettivi perseguiti. L'autonomia non è tuttavia illimitata e trova un freno nel dissenso interno e nelle pressioni dei gruppi di interesse. Esempi ne sono le critiche mosse al governo cinese in merito alla gestione da parte della banca centrale delle riserve valutarie e agli investimenti del CIG e le accuse avanzate al governo russo per l'acquisto di titoli di Fannie Mae e Freddie Mac per un valore di 100 miliardi di \$. All'indomani dello scoppio della crisi finanziaria vi è stato un proliferare di critiche ai fondi sovrani per gli ingenti investimenti ad altissimo rischio nel settore finanziario occidentale.⁵⁶

1.4.5 Riscontri empirici

I timori e le preoccupazioni del mondo occidentale non hanno trovato adeguati riscontri nell'evidenza empirica. Gli investimenti dei fondi sovrani non hanno minato la sicurezza nazionale degli stati esteri né compromesso insanabilmente i settori strategici delle economie avanzate. I fondi sovrani non hanno, in definitiva, trasformato l'interdipendenza economica in leva politica come temuto. La politica guidata dalla finanza non ha trovato i suoi protagonisti nei SWF. I fondi sovrani di norma partecipano al capitale delle imprese estere acquisendo quote non di controllo, tra il 5% e il 10%. Solo i fondi pensione detengono nella maggior parte dei casi, partecipazioni di controllo nelle imprese finanziate. I fondi sovrani, inoltre, tendono ad acquisire quote azionarie prive di diritti amministrativi scongiurando qualsiasi potenziale influenza sul CDA e a investire in paesi

⁵⁶ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 99-101.

caratterizzati da un clima politico favorevole, evitando sempre contrapposizioni e conflitti con i paesi destinatari delle risorse.

A suffragio del ruolo passivo dei SWF nella politica dei singoli stati concorre l'impatto negativo che avrebbe su questi la minaccia di fuga di capitali dalle economie avanzate per inficiarne tassi di cambio e di interesse. Una simile prospettiva costringerebbe i fondi a individuare mercati alternativi verso cui indirizzare il proprio ingente patrimonio, sufficientemente ampi e con possibilità di investimento diversificate e sofisticate. Inoltre le economie dei governi detentori dei SWF non uscirebbero indenni dall'eventualità di un deprezzamento del dollaro e dalla conseguente perdita di valore delle attività in valuta estera. Il cosiddetto "equilibrio finanziario del terrore", unito all'influenza ancora maggiore dei paesi importatori di capitali rispetto ai paesi esportatori, ha consentito che i fondi sovrani investissero secondo una logica generalmente finanziaria piuttosto che geopolitica.

Non mancano tuttavia esempi di fondi sovrani che abbiano utilizzato i propri patrimoni per esercitare pressioni di natura politica.⁵⁷ Il primo è fornito dal fondo sovrano cinese, Safe Investment Company, che ha acquistato obbligazioni del Costa Rica per un valore di \$300 milioni a condizione che questo riconoscesse il governo di Pechino e non quello di Taiwan. Il ricatto finanziario nel caso del fondo cinese ha avuto esito positivo ma occorre sottolineare che i due paesi erano ben differenti per dimensione, risorse e peso politico internazionale. Altro esempio, diametralmente opposto, è costituito dal fondo norvegese che basa le proprie scelte di investimento sulla base di linee guida etiche. E' possibile annoverare anche casi in cui gli investimenti dei SWF abbiano generato disordini nel paese destinatario: nel 2006 Temasek Holdings, il fondo sovrano della città-stato di Singapore, acquisendo Shin Corporation ha contribuito in misura determinante ai disordini politici sfociati poi nella caduta dell'allora primo ministro Thaksin e nel golpe militare successivo di pochi mesi.

"Se non esiste un'evidenza empirica che possa provare la fondatezza di tutti i timori occidentali esposti, al contempo la storia dimostra che il futuro non è sempre una estrapolazione nota del passato".⁵⁸

⁵⁷ Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Bologna, 2009, pp. 102-104.

⁵⁸ *Ibidem* pp. 102-103.

Appendice

Tabella 1.1- I Fondi Sovrani di Ricchezza nel Mondo

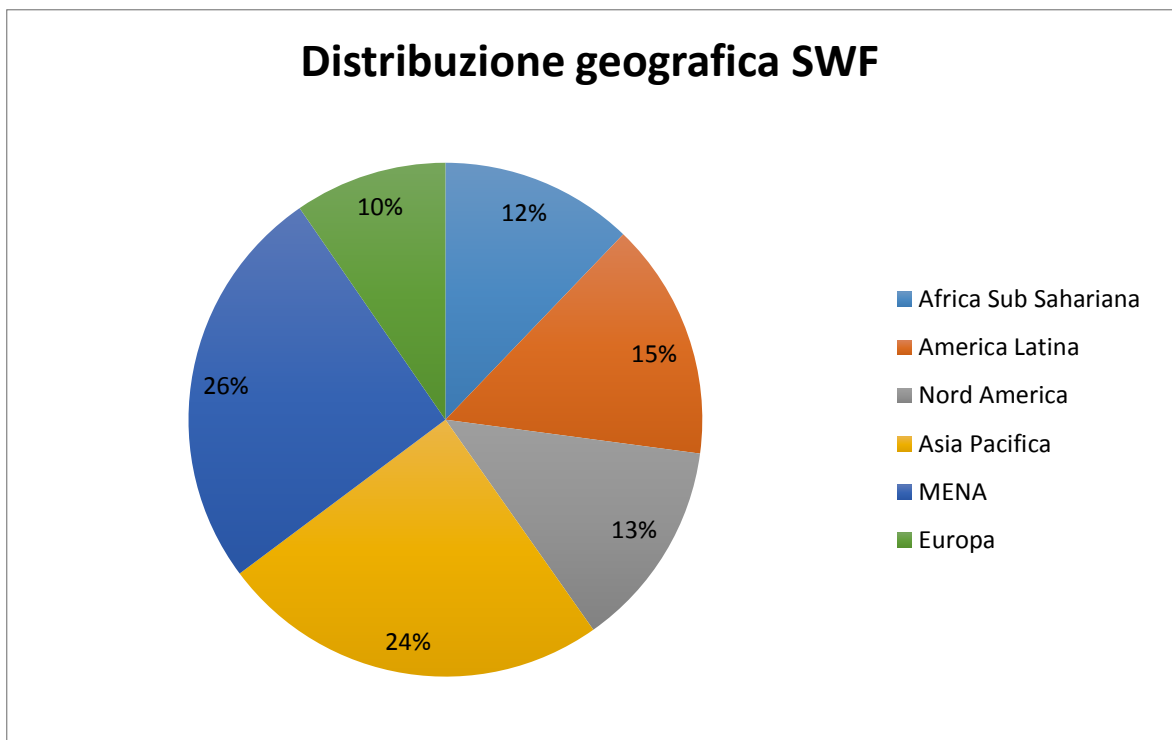
Africa Sub- Sahariana	America Latina	Nord America
Angola- Fondo Soberano de Angola	Bolivia- FINPRO	Canada- Alberta's Heritage Fund
Botswana- Pula Fund	Brazil- Sovereign Fund of Brazil	USA- Alabama Trust Fund
Equatorial Guinea- FFG	Chile- ES Fund	USA- Alaska Permanent Fund
Gabon- SWF	Chile- Pension Reserve Fund	USA- LEQTF
Ghana- Petroleum Fund	Fondo Mexicano del Petroleo	USA- New Mexico State IC
Mauritania- NFHR	Mexico- Stsabilization Fund	USA- North Dakota Legacy Fund
Mauritius- SWF	Panama- SWF	USA- Texas Permanent School Fund
Nigerian Sovereign Investment Authority	Perù- FEF	USA- Texas Permanent University Fund
Senegal Fonsis	Trinidad and Tobago- HSF	USA- Permanent Wyoming Mineral Trust Fund
	UK-ODS- Falkland Islands	USA – West Virginia Future Fund
	Venezuela- FIEM	

Asia Pacifica	MENA	Europa
Australian Future Fund	Bahrain- Mumtalakat Holding Company	France- Strategic investment Fund
Brunei Investment Agency	Algeria- Revenue Regulation Fund	Ireland- National Pensions Reserve Fund
China-Africa Development Fund	National Development Fund of Iran	Italian Strategic Fund
China Investment Corporation	Iraq DFI	Norway- Government pension Fund- Global
China- National Social Security Fund	Kuwait Investment Authority	Russian Direct Investment Fund
China-Safe Investment Company	Libyan Investment Authority	Russia- National Welfare Fund
Hong Kong- Monetary Authority IP	Oman Investment Fund	Russia- Reserve Fund
Indonesia- Government Investment Unit	Oman- State General Reserve Fund	
Kiribati- Revenue Equalization Reserve Fund	Qatar Investment Authority	Asia centrale
Korea Investment Corporation	Palestine Investment Fund	Azerbaijan- State Oil Fund
Malaysia- khazanah Nasional	Saudi Arabia- Public Investment Fund	Kazakhstan- Samruk- Kazyna
Mongolia- FSF	Saudi Arabia- SAMA Foreign Holdings	Kazakhstan National Fund
New Zeland Superannuation Fund	UAE- Abu Dhabi Investment Authority	Kazakhstan NIC
Papua New Guinea- SWF	UAE-Abu Dhabi Investment Council	Turkmenistan Stabilization Fund
Singapore- GIC Private Limited	UAE- Emirates Investment Authority	

Singapore- Temasek Holdings	UAE- IPIC
Timor- Leste Petroleum Fund	UAE- Investment Corporation of Dubai
Vietnam- State Capital Investment Corporation	UAE-Mubadala Development Company
	UAE- RAK Investment Authority

Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

Figura 1.3- Distribuzione geografica dei fondi sovrani



Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

Tabella 1.2- Classificazione dei Fondi Sovrani per patrimonio gestito

Paese	Denominazione fondo	Asset Miliardi \$	Anno di Costituzione	Origine	Linaburg Maduell Transparency Index
Norway	Government Pension Fund-Global	\$ 882	1990	Oil	10
UAE- Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$ 773	1976	Oil	6
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$ 757,2	n.a	Oil	4
China	China Investment Corporation	\$ 652,7	2007	Non-commodity	8
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$548	1953	Oil	6
China	SAFE Investment Company	\$ 547	1997	Non commodity	4
China- Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$ 400,2	1993	Non-commodity	8

Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$ 320	1981	Non commodity	6
Qatar	Qatar Investment Authority	\$ 256	2005	Oil & Gas	5
China	National Social Security Fund	\$ 236	2000	Non-commodity	5
Singapore	Temasek Holdings	\$177	1974	Non-commodity	10
UAE- Dubai	Investment Corporation of Dubai	\$ 175,2	2006	Non-commodity	5
Australia	Australian Future Fund	\$ 95	2006	Non-commodity	10
UAE- Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	\$ 90	2007	Oil	n/a
Russia	Reserve Fund	\$ 88,9	2008	Oil	5
South Korea	Korea Investment Corporation	\$ 84,7	2005	Non-Commodity	9
Russia	National Welfare Fund	\$ 79,9	2008	Oil	5
Kazakhstan	Samruk- Kazyna JSC	\$ 77,5	2008	Non-commodity	n/a

Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$ 77	2000	Oil	2
UAE- Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$ 68,4	1984	Oil	9
UAE- Abu Dhabi	Mubadala Development Company	\$ 66,3	2002	Oil	10
Libya	Libyan Investment Authority	\$ 66	2006	Oil	1
Iran	National Development Fund of Iran	\$ 62	2011	Oil & gas	5
US- Alaska	Alaska Permanent Fund	\$53,9	1976	Oil	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$ 50	2000	Oil & Gas	1
Malaysia	Khazanah Nasional	\$41,6	1993	Non-commodity	9
Brunei	Brunei Investment Agency	\$ 40	1983	Oil	1
US- Texas	Texas Permanent School Fund	\$ 37,7	1854	Oil & Other	9
Azerbaijan	State Oil Fund	37,3	1999	Oil	10

Ireland	National Pensions Reserve Fund	\$ 27,4	2001	Non-commodity	10
France	Strategic Investment Fund	\$ 25.5	2008	Non-commodity	9
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	\$ 21,8	2003	Non-commodity	10
US- New Mexico	New Mexico State Investment Council	\$ 19,8	1958	Oil & Gas	9
Iraq	Development Fund for Iraq	\$ 18	2003	Oil	n/a
Canada	Alberta's Heritage Fund	\$ 17,5	1976	Oil	9
US- Texas	Permanent University Fund	\$ 17,2	1876	Oil & Gas	n/a
East Timor	Timor- Leste Petroleum Fund	\$ 16,6	2005	Oil & Gas	8
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	\$ 15.2	2007	Copper	10
UAE- Federal	Emirates Investment Authority	\$ 15	2007	Oil	3
Russia	Russian Direct Investment Fund	\$13	2011	Non-commodity	n/a

Oman	State General Reserve Fund	\$ 13	1980	Oil & Gas	4
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	\$10,5	2006	Non-commodity	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	\$ 9,2	1999	Non-commodity	n/a
Chile	Pension Reserve Fund	\$ 7,9	2006	Copper	10
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	\$ 6	2000	Oil	4
Oman	Oman Investment	\$ 6	2006	Oil	4
Italy	Italian Strategic Fund	\$6	2011	Non-commodity	n/a
Botswana	Pula Fund	\$ 5.7	1994	Diamonds& Minerals	6
US-Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$ 5.6	1974	Minerals	9
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	\$ 5,5	2000	Oil	8
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$ 5,3	2008	Non-commodity	9

Saudi-Arabia	Public Investment Fund	\$ 5,3	2008	Oil	4
China	China- Africa Development Fund	\$ 5	2007	Non-commodity	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	\$ 5	2012	Oil	8
US- Alabama	Alabama Trust Fund	\$ 2,5	1985	Oil & Gas	9
US- North Dakota	North Dakota Legacy Fund	\$ 2,4	2011	Oil& Gas	n/a
Kazakhstan	National Investment Corporation	\$ 2	2012	Oil	n/a
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	\$ 1,4	2012	Oil	9
US- Louisiana	Louisiana Education Quality Trust Fund	\$ 1.3	1986	Oil & Gas	n/a
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	\$ 1,2	2012	Non-commodity	n/a
UAE- Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	\$ 1,2	2005	Oil	3
Bolivia	FINPRO	\$ 1,2	2012	Non-commodity	n/a

Senegal	Senegal FONSI	\$ 1	2012	Non-commodity	n/a
Palestine	Palestine Investment Fund	\$ 0,8	2003	Non-commodity	n/a
Venezuela	FEM	\$0,8	1998	Oil	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$ 0,6	1956	Phosphates	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$ 0,5	2006	Non-commodity	4
Gabon	Gabon SWF	\$ 0,4	1998	Oil	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	\$ 0,45	2011	Oil	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	\$ 0,3	2006	Non-commodity	n/a
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$ 0,3	2006	Oil & Gas	1
Australia	Western Australian Future Fund	\$ 0,3	2012	Minerals	n/a
Mongolia	Fiscal Stability Fund	\$ 0,3	2011	Minerals	n/a

Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	\$ 0,08	2002	Oil	n/a
Papua New Guinea	Papua New Guinea SWF	n/a	2011	Gas	n/a
Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil& Gas	n/a
US- West Virginia	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas	n/a

Total Oil & Gas Related	\$ 4191,3
Total Others	\$ 2971,2
Total	\$ 7162,5

Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

Tabella 1.3- La crescita della dimensione di mercato dei fondi sovrani

Settembre 2007	3265 billion \$
Dicembre 2007	3259 billion \$
Marzo 2008	3427 billion \$
Giugno 2008	3916 billion \$
Settembre 2008	4061 billion \$
Dicembre 2008	4149 billion \$
Marzo 2009	3758 billion \$
Giugno 2009	3801 billion \$
Settembre 2009	3924 billion \$
Dicembre 2009	4032 billion \$
Marzo 2010	4062 billion \$
Giugno 2010	4119 billion \$
Settembre 2010	4166 billion \$
Dicembre 2010	4418 billion \$
	4563 billion \$

Marzo 2011	
Giugno 2011	4743 billion \$
Settembre 2011	4859 billion \$
Dicembre 2011	4842 billion \$
Marzo 2012	5007 billion \$
Giugno 2012	5031 billion \$
Settembre 2012	5147 billion \$
Dicembre 2012	5198 billion \$
Marzo 2013	5402 billion \$
Giugno 2013	5489 billion \$
Settembre 2013	5999 billion \$
Dicembre 2013	6106 billion \$
Marzo 2014	6357 billion \$
Giugno 2014	6609 billion \$
Settembre 2014	6831 billion \$
Dicembre 2014	7057 billion \$

Marzo 2015	7080 billion \$
Giugno 2015	7162 billion \$

Fonte: Sovereign Wealth Funds

Tabella 1.4- Numero e ammontare delle operazioni conseguite da un campione di 29 SWF

Fondo	Paese di origine	Numero di operazioni	Ammontare (milioni \$)
Temasek Holdings	Singapore	760	93448
Government Investment Corporation	Singapore	280	79436
Khazanah Nasional	Malaysia	144	17311
Istithmar World	UAE- Dubai	123	17850
China Investment Corporation	China	121	79622
Qatar Investment Authority	Qatar	88	77958
Mubadala Development Company	UAE- Abu Dhabi	67	20500
Libyan Investment Authority	Libya	59	5774
International Petroleum Investment Company	UAE- Abu Dhabi	48	29060

Kuwait Investment Authority	Kuwait	45	12914
Abu Dhabi Investment Authority	UAE- Abu Dhabi	44	20505
Investment Corporation of Dubai	UAE Dubai	31	14606
Brunei Investment Agency	Brunei	15	773
Oman Investment Fund	Oman	11	1472
Australian Government Future Fund	Australia	10	2493
Korea Investment Corporation	Korea	10	2676
RAK Investment Authority	UAE- Ras al Khaimah	8	348
National Pensions Reserve Fund	Ireland	5	19943
National Social Security Fund	China	5	2845
New Zealand Superannuation Fund	New Zealand	5	1298
Norwegian Government Pension Fund	Norway	4	719
State Capital Investment Corporation	Vietnam	4	0
State General Reserve Fund	Oman	4	1221
Alaska Permanent Fund	USA	3	890
Bahrain Mumtalakat Holding Company	Bahrain	3	340

Public Investment Fund	Saudi Arabia	3	4266
HK Monetary Authority- Investment Portfolio	China- HK	1	4689
SAMA Foreign Holdings	Saudi Arabia	1	-
State Oil Fund	Azerbaijan	1	150
Totale		1903	513146

Fonte: Ciarlone A., Miceli V., Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?, 2014, p.21

Tabella 1.5- Paesi destinatari degli investimenti, classificati per numero e ammontare

Paese	Numero di Operazioni	Ammontare (milioni \$)	Paese	Numero di Operazioni	Ammontare (milioni \$)	Paese	Numero di Operazioni	Ammontare (milioni \$)
Usa	328	74380	South Africa	9	884	Estonia	2	-
Singapore	193	18805	Turkey	9	1919	Iceland	2	34
China	157	69246	Austria	8	1477	Lebanon	2	236
Malaysia	122	12714	Maxico	8	884	Maldives	2	-
Uk	122	67787	Norway	8	1376	Mauritius	2	-
India	94	4116	Sweden	8	5999	Slovenia	2	-
UAE	81	20521	Egypt	7	305	Zambia	2	266
Australia	69	23556	Taiwan	7	3104	Bangladesh	1	118
Hong Kong	63	11925	Israel	6	10	Benin	1	-
France	55	8060	Portugal	6	-	Bosnia-Herzegovina	1	-
Indonesia	45	8134	Saudi Arabia	6	4364	Brunei	1	0.02
Thailand	36	5354	Jordan	5	920	Chad	1	90
Germany	30	27019	Tunisia	5	45	Comoros	1	9
South Korea	29	4474	Bermuda	4	6164	Congo	1	-
Canada	27	15334	Libya	4	2263	Djibouti	1	234
Japan	25	6505	Luxembourg	4	2005	Eritrea	1	-
Italy	24	4743	Morocco	4	490	Ghana	1	-
Ireland	19	20031	Sudan	4	149	Greece	1	-
Denmark	16	1180	Algeria	3	930	Guernsey	1	779
Switzerland	15	28811	Argentina	3	348	Iran	1	0.1

Vietnam	15	300	Armenia	3	200	Iraq	1	-
Pakistan	13	1505	Cayman Islands	3	402	Ivory Coast	1	-
Belgium	12	3241	Czech Republic	3	8	Kenya	1	9
Philippines	12	454	Finland	3	384	Montenegro	1	32
Qatar	12	16327	Georgia	3	145	Mozambique	1	-
Spain	12	5269	Hungary	3	746	Niger	1	-
Bahrain	11	1040	Kazakhstan	3	1039	Palestine	1	245
New Zealand	11	1737	Malta	3	318	Romania	1	-
Russia	11	1070	Rwanda	3	114	Senegal	1	2
Brazil	10	3807	Uganda	3	88	Seychelles	1	-
Kuwait	10	893	Bahamas	2	333	Slovakia	1	-
Chile	9	582	Bulgaria	2	39	Tanzania	1	4
Netherlands	9	3926	Channel Islands	2	3	Yemen	1	300
Oman	9	396	Colombia	2	30	Zimbabwe	1	61

Fonte: Ciarlone A., Miceli V., Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?, 2014, p.22

Tabella 1.6- Area geografica delle imprese finanziate

Area geografica	Numero di operazioni	Ammontare (milioni \$)
Asia	818	147792
Nord America	355	89714
Unione Europea	346	152231
MENA	169	49286
Australia- Pacifica	80	25293
Europa	56	34370
America Latina	41	12549
Africa Sub Saharian	38	1909
Totale	1903	513146

Fonte: Ciarlone A., Miceli V., Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?, 2014, p.23

Tabella 1.7- Gruppi economici delle imprese finanziate

Area geografica	Numero di operazioni	Ammontare (milioni \$)
Economie avanzate G7	611	203829
Altre economie avanzate	518	138853
Economie emergenti e in via di sviluppo	774	170463
Totale	1903	513146

Fonte: Ciarlone A., Miceli V., Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?, 2014, p.23

Tabella 1.8- Statistiche sul valore delle operazioni

Valore totale delle operazioni (milioni \$)	513146
Numero di operazioni con valore	1448
Numero totale di operazioni	1903
Dimensione media delle operazioni (milioni \$)	354
Dimensione minima delle operazioni per fondo (milioni \$)	0.0085
Dimensione massima delle operazioni per fondo (milioni \$)	20000
Numero di paesi target	84
paese target principale	US
Ammontare investito nel principale paese target	74380

Fonte: Ciarlone A., Miceli V., Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?, 2014, p.23

Capitolo 2

L'Economia del Golfo e i Fondi Sovrani dei Paesi arabi

Capitolo 2

L'Economia del Golfo e i Fondi Sovrani dei Paesi arabi

2.1 L'economia del Golfo

L'economia politica del Golfo è caratterizzata da tre direttrici di sviluppo: la prima, e più importante, vede i paesi del Golfo sperimentare una rapida crescita economica e impegnarsi nel potenziamento delle infrastrutture locali. Nel 2011 i paesi del GCC hanno conosciuto un tasso di crescita del 7,8% con un surplus aggregato delle partite correnti di \$304 miliardi rispetto ai \$136 miliardi del 2010, in conseguenza dell'aumento dei prezzi del petrolio. La seconda direttrice di sviluppo riguarda tutti i paesi della regione (fatta eccezione per l'Iran) i cui titanici sforzi di crescita sono stati possibili grazie agli elevati livelli di globalizzazione e integrazione nell'economia mondiale, soprattutto se comparata con altre parti del Medio Oriente. I leader dei principali paesi del GCC hanno ricondotto le regole della globalizzazione entro la cornice del nazionalismo caratterizzante tali monarchie. In altri termini hanno presentato la propria partecipazione all'economia globale come sviluppo naturale di un piano di crescita nazionalistico. Ciò che hanno conservato non è necessariamente la proprietà dei processi di produzione e marketing delle risorse naturali (es. idrocarburi), quanto l'appropriazione dei risultati derivanti dalla vendita di tali risorse. La natura del nazionalismo dei paesi del Golfo è in netto contrasto con l'interpretazione storica del termine e con la sua concreta applicazione sotto i regimi di Nasser in Egitto, Gheddafi in Libia e Khomeini in Iran che avevano interpretato l'apertura economica dei rispettivi paesi come un invito allo sfruttamento offerto al potere coloniale. La strategia seguita dai paesi del Golfo ha inequivocabilmente portato risultati positivi: gli investitori globali sono attratti dalla regione, una delle più profittevoli zone energetiche del mondo, a causa dell'ambiente economico e d'affari favorevole e delle politiche poste in essere per incoraggiare gli investimenti esteri. Da parte loro, i paesi del Golfo

investono la maggior parte del proprio patrimonio nelle economie sviluppate occidentali attraverso appositi veicoli d'investimento: i fondi sovrani.

Il terzo trend caratterizzante la politica economica dei paesi del Golfo è la volontà di affrancare l'economia nazionale da una risorsa naturale scarsa rafforzando il processo di diversificazione economica. La consapevolezza del pericolo di affidare i destini nazionali ai carburanti fossili ha portato i paesi del Golfo a promuovere economie della conoscenza attraverso lo sviluppo di hub educativi, sanitari, scientifici e infrastrutturali.

I tre grandi sforzi di sviluppo caratterizzanti l'economia politica del Golfo – rapida crescita economica e sviluppo infrastrutturale, integrazione nell'economia globale, promozione delle economie basate sulla conoscenza – si sono scontrati con altrettante caratteristiche strutturali endemiche alla regione. Tra queste rientrano la natura redditiera degli stati e le sue conseguenze, le pressioni demografiche e altri deficit strutturali che frenano gli obiettivi di sviluppo. Sin dall'inizio dell'era petrolifera il Golfo ha sperimentato una paradossale evoluzione della sua natura redditiera: mentre da un lato tale condizione ha permesso agli stati di canalizzare i ricavi derivanti da petrolio e gas nella società, assicurando il consenso politico, dall'altro ha obbligato i governi a mantenere una posizione autoritaria per paura di conseguenze avverse. A tal riguardo la regione è fin troppo popolosa date le risorse e le infrastrutture statali, nonché estremamente dipendente dal lavoro degli *expatriates*.

Infine la ricchezza petrolifera dello stato unita allo stile di vita insostenibile nel lungo periodo della popolazione celano debolezze strutturali originate dalla dipendenza dall'export di idrocarburi. La volatile crescita delle economie del Golfo tra il 1980 e il 2000 testimonia la loro innata vulnerabilità a trend esogeni e ai turbolenti cicli del mercato petrolifero globale.

La maggior parte degli stati della regione investe a livello globale; la massiccia iniezione di petrodollari nell'economia però ha solo parzialmente mascherato – spesso senza successo – i difetti metastatizzati che caratterizzano il tessuto sociale, politico e finanziario¹.

¹ Kamrava M., *Introduction*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011.

2.1.1 Il Golfo nell'economia internazionale contemporanea

Fino a metà anni '80 il Golfo ricopriva solo un ruolo marginale nella economia internazionale. Molti stati emersero allora come principali esportatori di petrolio. A differenza dei suoi vicini il Bahrain mise in atto politiche per lo sviluppo di un circuito bancario internazionale come risposta al depauperamento delle sue riserve di idrocarburi. In ogni caso la regione si trovava ai margini dell'ordine economico globale. Negli ultimi 25 anni l'importanza economica del Golfo è incrementata esponenzialmente. Il GCC e la Repubblica Islamica dell'Iran rappresentano oggi una generosa fetta sia della produzione che delle riserve petrolifere mondiali. Inoltre gli stati arabi del Golfo hanno intrapreso un percorso differenziato e diversificato nel sistema finanziario globale. Recentemente il GCC è diventato un importante polo di produzione di beni industriali pesanti come alluminio, plastica e cemento ricavando una nicchia di mercato come fornitore per le economie asiatiche a rapido sviluppo.

Il Golfo occupa oggi una posizione pivotale nella ristrutturazione dell'architettura istituzionale su cui regge l'economia mondiale e, insieme all'Iran, è uno dei maggiori partner commerciali di India e Cina.

La produzione totale di petrolio nel Golfo equipara quella mondiale di inizio '900. Il contributo all'estrazione di gas naturale, al contrario, è aumentata di più del 50% nel decennio 2000-2010.

Mentre nei decenni precedenti gran parte dei fondi generati dalla vendita di idrocarburi veniva investita in titoli governativi negli Stati Uniti e in Europa Occidentale, oggi le risorse del GCC si focalizzano sui mercati azionari maturi ed emergenti. Parallelamente i governi si impegnano ad investire in progetti commerciali e industriali nei paesi arabi del Medio Oriente e del Nord Africa. Gli investimenti diretti esteri, nel frattempo, affluiscono a tassi mai registrati prima nella regione.

Questi trend catapultano il Golfo nel cuore del sistema finanziario internazionale. La produzione di alluminio venne per prima avviata in Bahrain dalla metà degli anni '70, sviluppandosi poi negli Emirati Arabi, in Arabia Saudita e in Qatar. La Gulf Organization for Industrial Consulting stima che la produzione di alluminio nel Golfo equivalga al 18% di quella mondiale. L'economia del Golfo ha

contribuito inoltre ad un rapido incremento delle rimesse estere durante la prima decade del ventunesimo secolo.

L'Arabia Saudita rappresenta il Golfo e il Medio Oriente arabo in seno al G20. L'importanza delle economie di "medio livello" è cresciuta esponenzialmente negli ultimi sette anni. I rappresentanti sauditi traggono vantaggio da ciò proponendo ristrutturazioni radicali nell'impianto di organismi multilaterali di incontrastata importanza, tra cui il Fondo Monetario Internazionale.

Commercio e investimenti tra Golfo e Cina sono lievitati negli ultimi anni. I particolari tipi di beni che costituiscono la base dell'interazione economica sono ad oggi vitali per la sostenuta crescita della Repubblica Popolare Cinese.

Dato il paradigma "estensivo" più che "intensivo" caratterizzante lo sviluppo della Cina, la sua industria richiede un crescente approvvigionamento di input cruciali come petrolio e gas. Nello stesso tempo, ingenti quantità di idrocarburi sono diventati vitali per il sostentamento delle aree più depresse nelle province del Nord Ovest della Cina.

La crescita economica dell'India si basa, allo stesso modo, sui legami commerciali, finanziari e lavorativi con i paesi del Golfo. Inoltre il GCC rappresenta la più importante destinazione degli investimenti diretti esteri indiani tra cui si annovera sviluppo di software, tessile, chimico e una vasta gamma di servizi².

² Lawson F.H., *The Gulf in the Contemporary International Economy*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011.

2.1.2 La politica economica redditiera nel Golfo: Rentierism e late Rentierism

Nella regione del Golfo il processo di formazione degli stati iniziò in un periodo caratterizzato da scarsità di risorse e relativa mancanza di autonomia da parte degli attori sociali, desiderosi di acquisire potere politico. Tale sviluppo si articola in due fasi. Da un lato la creazione di istituzioni statali attraverso cui il potere politico può essere esercitato, dall'altro l'incorporazione di uno o più gruppi sociali all'interno dell'apparato statale rendendoli attori principali nel mantenimento e nella evoluzione del sistema politico. I nuovi protagonisti dell'élite politica includevano ricchi mercanti, industriali, più raramente proprietari terrieri e esponenti della crescente classe media che ricopriva importanti posizioni nella burocrazia statale.

Nel momento in cui i ricavi del petrolio cominciarono ad affluire copiosamente nei forzieri statali, la classe politica deteneva già un forte controllo delle risorse nazionali. Tale ricchezza permise agli attori statali di espandere l'incorporazione di diversi gruppi sociali nell'apparato governativo.

Non tutti gli stati, ad ogni modo erano dotati di sufficienti riserve di idrocarburi in relazione alla propria base demografica o alla grandezza geografica. Ad esempio, Iran e Iraq pur detenendo buona parte delle riserve petrolifere mondiali devono far fronte a milioni di bocche da sfamare e a salari da pagare che non permettono loro di raggiungere un livello di ricchezza paragonabile agli stati meridionali del Golfo, più piccoli e meno popolosi.

Differenze geografiche, demografiche e nelle risorse portarono alla luce i preesistenti squilibri nelle relazioni tra stato e società. Ciò è in particolar modo evidente in Iran e Iraq, mentre, al di là della penisola arabica, accordi e regole redditiera assunsero forme più snelle e dirette, rafforzando i preesistenti legami di patronato e clientelismo tra governanti e governati.

È possibile descrivere tre differenti sfumature del concetto di Rentierism, stato *rentier*. Innanzitutto, nonostante le differenze nei livelli di reddito e nelle risorse, l'impianto redditiero della politica economica caratterizza gli stati del Golfo, comprendendo GCC, Iran e Iraq. Queste nazioni non condividono tra loro sviluppi

storici, istituzionali ed ideologici, ma sono accomunate dalla natura redditiera dell'economia.

In secondo luogo le dinamiche redditiera sono state influenzate dall'evoluzione istituzionale e dal processo di consolidamento statale.

Infine l'autonomia governativa è minata dalla natura redditiera degli stati: nonostante il benessere e la ricchezza gli accordi di sfruttamento delle risorse naturali pongono le nazioni e i loro beneficiari in una posizione di mutua dipendenza³.

La teoria dello stato *rentier*, che mira a spiegare l'impatto dei flussi di pagamento esterni e delle rendite sulle relazioni tra governo e società, è stata ampiamente utilizzata da esperti e accademici per analizzare l'economia politica dei paesi del Golfo negli ultimi trenta anni. Le ipotesi di tale teoria sono ampiamente accettate e ritenute valide basi in grado di spiegare diversi sviluppi politici, economici e sociali. Tale teoria tuttavia, nella sua formulazione classica, non è in grado di spiegare i radicali cambiamenti nelle economie del Golfo degli ultimi decenni incluse le risposte di Dubai, Bahrain, Qatar e Emirati Arabi Uniti a globalizzazione, nuove tecnologie, libero commercio, cambiamenti sociali e agli imperativi dello sviluppo. Gli studiosi concordano nel ritenere che sia iniziata una nuova fase denominata *Late Rentierism* in base alla quale spiegare il processo di accumulazione di ricchezza nei paesi arabi del Golfo⁴.

La teoria dello stato *rentier* è una teoria di politica economica che cerca di spiegare la relazione tra società e stato nei paesi che derivano gran parte del proprio reddito nazionale dallo sfruttamento di una rendita. Tale rendita consiste nella maggior parte dei casi in royalty e pagamenti per l'esportazione di petrolio e gas naturale ma può essere composta anche da tasse e sussidi. Nella sua formulazione di base la teoria redditiera ritiene che poiché lo stato riceve il reddito dall'esterno e lo distribuisce alla società non è tenuto a imporre tasse ai propri cittadini. Contraltare del beneficio fiscale è l'assenza di un confronto democratico e di politiche di sviluppo nazionale. Sebbene la teoria redditiera

³ Kamrava M., *The Political Economy of Rentierism in the Gulf*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011.

⁴ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, p. 1.

possa essere applicata a molti stati in Medio Oriente, Africa e America Latina la letteratura si è concentrata quasi esclusivamente sui maggiori paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente: Iran, i paesi arabi del Golfo, e in misura minore Giordania, Egitto e alcuni stati del Nord Africa.

Tale teoria è mutata cambiando nel tempo parallelamente all'evoluzione dei paesi arabi del Golfo. Dalla prima formulazione della teoria negli anni '80 il governo, la politica economica e la strategia di sviluppo nazionale dei paesi del GCC sono cambiati profondamente. I paesi della regione si sono integrati nel processo di globalizzazione, hanno sperimentato una radicale trasformazione (soprattutto Dubai e più recentemente Abu Dhabi e Doha), avviato una strategia di utilizzo della propria ricchezza più intelligente e finalizzata allo sviluppo economico e sociale nazionale, ridotto la dipendenza dalle risorse naturali attraverso una diversificazione settoriale e geografica, costruito una nuova immagine a livello internazionale e disegnato un nuovo ruolo per le città e gli stati e infine ripensato la relazione tra stato e società.

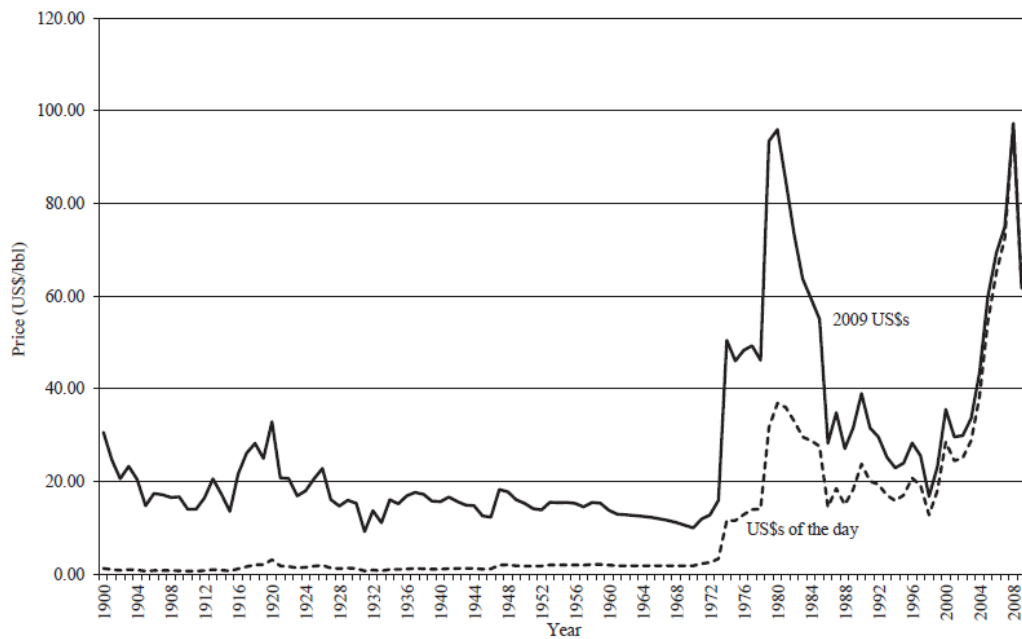
Il processo evolutivo degli stati del Golfo non risponde tuttavia ai tradizionali canoni democratici: i regimi politici hanno chiaramente definito una "linea rossa" tra i cambiamenti ritenuti accettabili dal governo e quelli ritenuti inaccettabili, e il potere economico e politico è rimasto nelle mani di pochi. La teoria non ha quindi perso validità nel nuovo scenario sociale offerto dai paesi arabi ma si è trasformata, divenendo più complessa e sofisticata per rispondere alla evoluzione dei paesi del GCC.

Le prime formulazioni della teoria risalgono a metà degli anni '70 quando gli studiosi iniziarono a prestare attenzione all'impatto politico dei due boom petroliferi di quegli anni. Il primo fu causato dall'embargo petrolifero posto dall'Iran e dagli altri principali stati arabi del Golfo agli Stati Uniti e agli altri paesi che supportavano Israele nel conflitto israelo-palestinese del 1973. Tale embargo sottrasse al mercato internazionale circa quattro milioni di barili di petrolio e durò dall'ottobre 1973 al Marzo 1974. In tale periodo il prezzo del greggio quadruplicò raggiungendo i \$13 a barile e incrementando esponenzialmente la ricchezza delle nazioni esportatrici di idrocarburi.

Le seguenti figure evidenziano tali dinamiche. La figura 2.1 mostra il prezzo del petrolio tra il 1900 e il 2009 in dollari mentre la figura 2.2 sottolinea il crollo della

produzione di petrolio in Iran e Iraq in seguito alla rivoluzione iraniana e alla guerra tra Iran e Iraq. È incluso anche il Kuwait per sottolineare il calo nella produzione del greggio sperimentata dal paese nei primi anni '80, all'indomani dell'invasione dell'Iraq e della conseguente Guerra del golfo 1990-1991⁵.

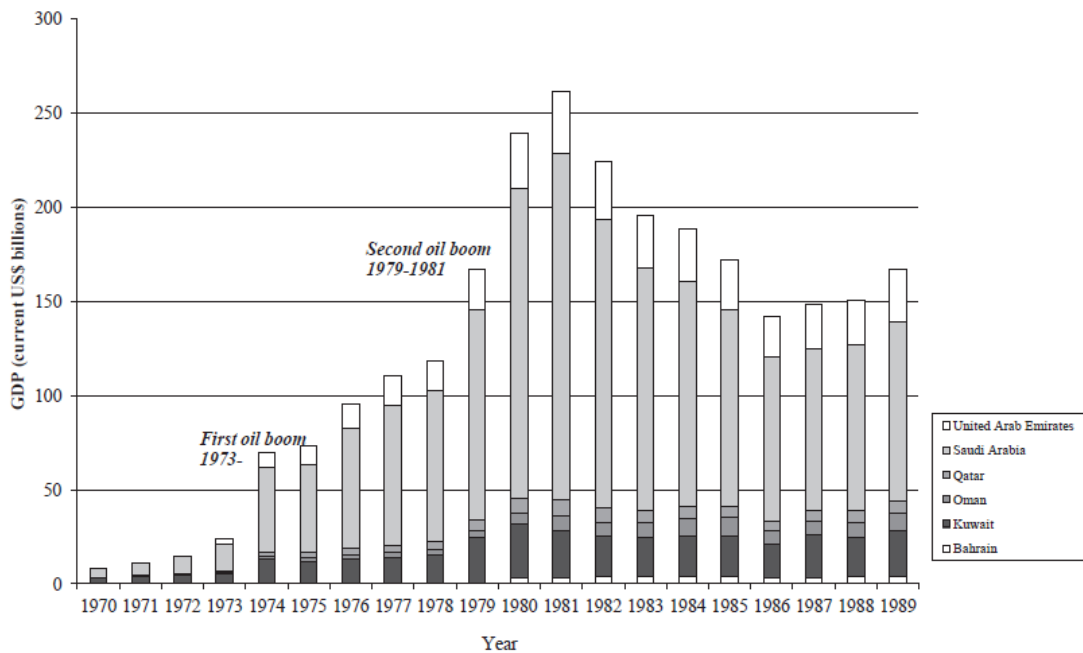
Figura 2.1 - Prezzo del petrolio greggio tra il 1900 e il 2009



Fonte: BP Statistical review of World Energy 2010

⁵ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 2-3.

Figura 2.2 - Produzione petrolifera in Iran, Iraq e Kuwait tra il 1970 e il 2009



Fonte: BP Statistical review of World Energy 2010

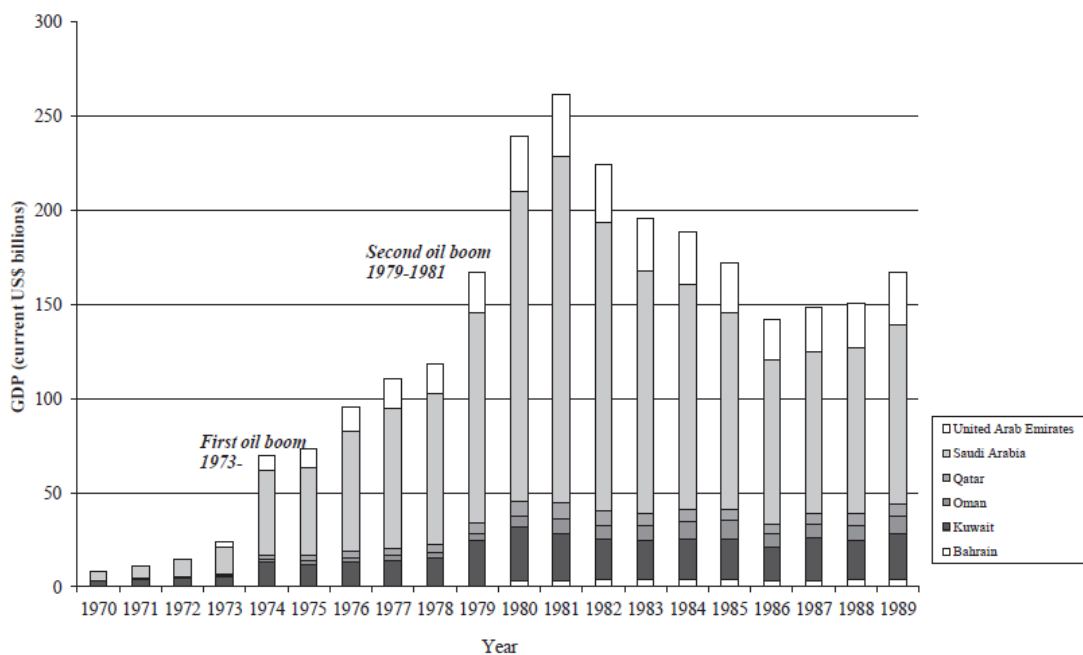
Il secondo boom petrolifero fu la conseguenza di due eventi drammatici, la rivoluzione iraniana tra il 1978 e il 1979 e lo scoppio della Guerra tra Iraq e Iran nel 1980. La prima tolse dal mercato internazionale due milioni di barili di greggio al giorno tra la fine del 1978 e la prima metà del 1979 e aumentò l'incertezza sulla capacità di fornitura degli altri paesi arabi del Golfo. Il conflitto iracheno-iraniano creò ulteriori problemi all'offerta di petrolio avendo ripercussioni negative sulla capacità di esportazione di entrambi gli stati. La produzione di greggio iraniana dopo il conflitto ha raggiunto solo i due terzi della capacità di estrazione precedente lo scoppio della guerra.

La capacità di estrazione irachena ha raggiunto solo nel 1989 i livelli antecedenti lo scoppio della guerra per essere poi definitivamente colpita alla invasione del Kuwait nel 1990, dalla conseguente guerra del Golfo, dalle sanzioni emesse tra il 1990 e lo scoppio della guerra irachena nel 2003.

Allo sviluppo della teoria redditiera dello stato contribuirono inoltre i controlli sui prezzi da parte degli Stati Uniti ed un'inefficiente disciplina da parte dell'OPEC nell'assicurare l'aderenza alle quote di produzione e, quindi, agli obiettivi di prezzo. Questi eventi rafforzano gli assunti della teoria per oltre un quarto di secolo. In Occidente emerse una nuova consapevolezza dell'importanza

economica del petrolio e della dipendenza dell'economia e della potenza militare degli Stati Uniti da questo ultimo. Gli studiosi del Medio Oriente iniziarono ad evidenziare i paradossi insiti nelle economie basate sul petrolio: il deficit di democrazia che caratterizzava principalmente i maggiori esportatori di petrolio e gli effetti destabilizzanti della ricchezza derivante dalla vendita del greggio sugli equilibri economici e sociali nazionali. Da queste problematiche si crearono le basi per la teoria redditiera dello stato⁶.

Figura 2.3 - Primo boom redditiero: 1970- 1980



Fonte: World Bank Data

⁶ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 3-6.

L'evoluzione della teoria dello *stato rentier* può essere suddivisa in tre fasi di cui la prima, definita fase classica, copre un periodo compreso tra gli anni '60 e gli anni '80; la seconda, che distingue tra teoria specializzata e condizionale, interessa gli anni '80 e '90 e la terza, denominata late rentierism, caratterizza l'economia degli stati arabi del Golfo dagli anni '90 ad oggi. I tratti distintivi delle tre fasi, unitamente ai paesi interessati e ai principali accademici in materia, sono sintetizzati nella seguente tabella.

Tabella 2.1- Sintesi fasi della teoria redditiera negli stati arabi del Golfo

Fase	Caratteristiche	Autori rilevanti	Paesi e periodi coperti
Prima fase Teoria redditiera classica	<ul style="list-style-type: none"> • Sistematica spiegazione della relazione stato- società • Lo stato deriva gran parte del proprio reddito da rendite esterne. • Lo stato alloca gran parte del reddito con una elevata spesa pubblica e ridotta tassazione • Lo stato è autonomo dalla società nella gestione delle rendite • Lo stato non implementa politiche economiche né di sviluppo • Lo stato è di norma corrotto e dispersore di risorse • Le relazioni politiche di élite sono gestite attraverso il neopatrimonialismo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mahdavy (1970) • Beblawi (1987-1990) • Luciani (1990) 	<ul style="list-style-type: none"> • Iran '60 e '70 • Stati arabi del Golfo '50- '80 • Iraq '60-'80 • Algeria '60-'90 • Egitto '60-'80 • Giordania '70-'80
Seconda fase Teoria redditiera specializzata e condizionale	<p>Teoria redditiera specializzata:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Versione più sfumata e sofisticata della teoria • Lo stato alloca le risorse ma applica un regime di tassazione. • Lo stato è solo parzialmente autonomo • Lo stato adotta una politica economica e il suo ruolo varia a livello micro, macro e meso economico. <p>Teoria redditiera condizionale:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sostiene che la teoria vada impiegata in unione con altri approcci • La teoria è combinata con: altre teorie di politica economica e con teoria sulle relazioni internazionali. • Spiegazione meno sistematica della relazione stato-società 	<p>Teoria redditiera Special. :</p> <p>Crystal (1990) Hergton (2010) Davidson (2008- 2009)</p> <p>Teoria redditiera Cond. :</p> <p>Herb (1999) Al- Rasheed (2010) Jones (2010) Foley (2010) Schwarz (2008)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Stati Arabi del golfo tra anni '80, '90, '00

Terza fase Late rentierism	<ul style="list-style-type: none"> • Sostiene che il late rentierism abbia creato un particolare tipo di stato più globalizzato, strategico e reattivo. • Il late rentierism è il frutto di maturità, esperienza, globalizzazione, necessità di un ruolo dello stato nello sviluppo nazionale e delle pressioni sociali per le riforme e lo sviluppo. • Nasce in risposta alle critiche di eccessiva semplicità della teorie precedenti. 	Moore (2004) Hertog (2010) Davidson (2008,2009) Hvidt (2009-2011)	<ul style="list-style-type: none"> • Stati arabi del Golfo : Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita e Emirati Arabi Uniti. Dal 1990 ad oggi
----------------------------------	---	--	--

Fonte: Grey M., *A theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, 2011.

2.1.2.1 Le caratteristiche di un *Late Rentier State*

Gli stati arabi del Golfo hanno tutti, con modalità e velocità differenti, conosciuto una transizione da un modello classico di stato redditiero ad un nuovo modello in cui il ruolo svolto dallo stato è più attivo, reattivo e di sostegno allo sviluppo nazionale. Le caratteristiche principali della teoria redditiera rimangono poiché nessun paese ha adottato un regime democratico occidentale, ma non sono più adeguate a spiegare le dinamiche di politica economica adottate dalle nazioni e le nuove caratteristiche degli stati arabi.

Sono sette i tratti distintivi che tracciano il profilo del nuovo stato redditiero nel Golfo:

1. *Stato reattivo ma non democratico*

Nella prima fase della teoria redditiera lo stato, attraverso mezzi repressivi e coatti, esercita il proprio potere e amministra la ricchezza nazionale in autonomia dalla società e libero da pressioni dei cittadini. Le pressioni derivanti dalla disoccupazione, le sfide islamiche, le nuove possibilità fornite dalla globalizzazione e dalla tecnologia hanno minato alla base l'autorità tradizionale e la legittimità dello stato redditiero

consentendogli di evitare ancora una reale democratizzazione del paese ma obbligandolo a rispondere ai bisogni sociali basilari.

In molti paesi del Golfo esiste un pluralismo politico di facciata che non costituisce una reale minaccia agli interessi dell'élite del paese. La creazione di una relativamente debole legislatura in alcuni stati arabi testimonia la necessità di rispondere alle esigenze primarie dei cittadini. I cambiamenti apportati non si sono tradotti tuttavia in riforme politiche in grado di ribaltare la classe dominante, di mettere in discussione la leadership nazionale né il sistema governativo stesso. La transizione verso un regime democratico occidentale non sembra rientrare nei programmi dei governi arabi né tra le istanze della popolazione. Al contrario gli attori che potrebbero introdurre o supportare la libertà politica sono controllati o cooptati, inclusi gli attori della società civile, i mass media, l'élite religiosa e gli esponenti del settore privato. Il nuovo stato redditiero è neopatrimonialista come ogni altro stato redditiero è sempre stato, caratterizzato dalla centralizzazione del potere nelle mani di pochi e dalle relazioni politiche volte al mantenimento e all'arricchimento dell'élite. I governi arabi del Golfo hanno colto l'importanza di apparire aperti al cambiamento e di rispondere in misura concreta alle istanze dei cittadini e di particolari cluster sociali. Tale strategia consente al governo sia di mantenere lo status quo politico che di mostrarsi aperto alle necessità della popolazione e di ascoltarla nel prendere le decisioni più importanti⁷.

2. *Apertura alla globalizzazione, ma con cautela protezionistica*

La teoria redditiera classica considera lo stato autarchico e isolazionista, specialmente nel modo in cui esso risponde ad esternalità non controllabili come le forze della globalizzazione. Il mondo arabo ha intrapreso una lenta azione di governo delle dinamiche globali, spesso

⁷ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 23-24.

inadeguata nelle trattative sociali e di sviluppo della regione. Nonostante ciò si evidenzia una cauta apertura alla globalizzazione tra i governanti del Golfo. Il fenomeno è trainato dalla Arabia Saudita e dagli Emirati Arabi Uniti. L'Arabia Saudita è stata nello stesso tempo un'economia aperta, ma una società chiusa e dagli anni '90 ha gestito un processo di riforma che includono cambiamenti economici e sociali. Parte integrante della riforma economica è stata l'adesione all'Organizzazione Mondiale del Commercio. Una maggiore integrazione con gli Stati confinanti, una nascente apertura a un turismo occidentale e un prudente set di riforme educative e comunicative suggeriscono un graduale movimento verso la globalizzazione. Tutti i cambiamenti sono il frutto, ad ogni modo, della volontà di un regime conservatore e non democratico che non approverebbe riforme in grado di minare l'autorità sovrana dello Stato o la sua relazione con l'élite religiosa (*ulema*). Lo Stato è attento nel preservare il ruolo centrale dell'Arabia Saudita nel mondo musulmano, ostacolando le decisioni che potrebbero avere ripercussioni sulle città sacre di Mecca e Medina, o sullo standing religioso dello stato.

Gli Emirati Arabi Uniti hanno adottato un approccio differente. Come federazione di territori individuali con un potere politico ultimo affidato ad Abu Dhabi, ogni Emirato ha perseguito strategie differenti alla globalizzazione. Dubai è divenuta un hub regionale centrale per il commercio e il trasporto fin dai primi anni '90, e ha rapidamente sviluppato un'economia diversificata aperta al commercio internazionale, agli scambi culturali e al turismo. L'obiettivo di Dubai era il raggiungimento di un reddito simil-redditiero che placasse le esigenze di differenti classi sociali attraverso nuove opportunità nei mercati azionari e immobiliari, nel commercio e nei servizi finanziari. I regnanti di Dubai hanno puntato a sviluppare caratteristiche simil-redditiere in un'economia non basata sul petrolio. Il modello strategico implementato dall'Emirato è stato con maggior o minor successo replicato da altri governi del Golfo per diversificare l'economia nazionale e sottoscrivere un nuovo accordo redditiero con la cittadinanza. I tentativi di emulazione sono stati spesso problematici a causa delle differenze economiche e

storiche di base che hanno reso impossibile replicare i risultati ottenuti a Dubai⁸.

3. *Politica economica attiva e di sviluppo*

La prima fase della teoria redditiera sostiene che lo stato sia autonomo e che non necessiti di formulare una strategia economica oltre la semplice distribuzione delle rendite esterne alla società. Il nuovo stato *rentier* ha, al contrario, una politica economica chiara e definita cui fanno eco misure fiscali e monetarie, piani commerciali, strategie industriali e riforme nel mercato del lavoro. Nella terza fase della teoria, lo stato definisce una politica di sviluppo non limitandosi a gestire la ricchezza, ma creando le basi per incrementare il benessere sociale. Nel far ciò lo stato implementa un set coerente e sofisticato di politiche economiche e di business. Tutti i paesi arabi del Golfo hanno piani di sviluppo ben definiti e spesso ambiziosi, basti pensare alla *Qatar National Vision 2030*, all'*Oman Vision 2020* e all'*Abu Dhabi Vision 2030*.

Le politiche di sviluppo disegnate dallo stato scontano il limite di non poggiarsi su un predefinito modello. Le difficoltà insite nel replicare la strategia di successo di Dubai sono il risultato diretto di tale assenza. L'economia di Dubai si regge su una solida relazione tra governo e settore privato non condivisa dagli altri paesi del Golfo. Per quanto le riserve di idrocarburi e la capacità produttiva del Bahrain sia limitata come quella di Dubai, il primo ha una storia diplomatica e una strategia commerciale completamente differente. Per Dubai, la mancanza di ingenti riserve petrolifere è stata al tempo stesso un punto di forza e un punto di debolezza: ha costretto l'Emirato a guardare oltre lo sfruttamento delle rendite naturali per la crescita economica e a rivolgersi al commercio

⁸ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 25-28.

internazionale e agli investimenti esteri diversificando le fonti della ricchezza nazionale⁹.

4. *Energy-driven vs Energy-centric economy*

Lo stato *rentier* tra gli anni '60 e '80 era ricco di petrolio e gas naturale, linfe vitali dei governi del Golfo. Ad uno sguardo superficiale potrebbe sembrare che non sia cambiato nulla, poiché gran parte del PIL nazionale deriva dall'esportazione degli idrocarburi. La strategia economica caratterizzante questo periodo può essere definita "*Energy-centric*", poiché i ricavi provenienti dalla vendita di greggio e gas naturale erano la maggior fonte di guadagno per i forzieri nazionali.

Per lo stato redditiero odierno, il petrolio rimane una risorsa cruciale, ma la definizione più adeguata della sua economia è quella di "*Energy-driven*". La ricchezza derivante dagli idrocarburi continua ad essere pivotale per lo stato, ma viene utilizzata per implementare politiche di diversificazione economica nei settori dell'educazione, aerospazio, servizi finanziari e immobiliari. La vera innovazione nel passaggio da una visione "*Energy-centric*" ad una "*Energy-driven*" risiede nella rinnovata ottica di investimento da parte dello stato nell'economia nazionale, improntata a canoni di efficienza e affrancamento dal greggio¹⁰.

5. *Stato imprenditore*

Il nuovo stato redditiero rimane l'attore più importante del sistema economico nazionale e il proprietario di tutti i mezzi di produzione. Consente al meccanismo di formazione dei prezzi di operare e al settore privato di svolgere un ruolo importante ma regolato all'interno dell'economia. Lo stato del Golfo negli ultimi decenni si è ritagliato una nuova specifica funzione, ponendosi come interlocutore attivo e ambizioso con il resto del mondo e avviando un processo di nuovo capitalismo statale. Il nuovo modello capitalistico si fonda su obiettivi

⁹ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 28-30, pp. 28-30.

¹⁰ Ibidem, pp. 30-32.

strategici e visioni piuttosto che sulla centralizzazione dell'economia, favorisce il settore terziario rispetto all'industria pesante, pone in essere meccanismi di attrazione degli investimenti esteri e di crescita economica basata sull'esportazione ponendosi in diretto contrasto con le visioni precedenti. Gli stati del Golfo competono per creare una zona economica di libero scambio e favorevole per gli investitori, per implementare le nicchie di mercato, per riformare le regole del business e rendere i processi più semplici ed economici. Tali iniziative non minano l'autorità politica ultima né la centralità né la stabilità dello stato. In altre parole si tratta di una politica favorevole al business che rimane asservita allo stato. Quest'ultimo controlla la maggior parte delle principali imprese e i più importanti settori dell'economia e continua ad influenzare, ad ogni modo, le decisioni del top management nel settore privato¹¹.

6. *Strategia di lungo termine*

La crisi affrontata in seguito al crollo dei prezzi del petrolio tra metà degli anni '80 e i primi anni 2000 ha spinto i paesi arabi del Golfo a implementare strategie a lungo termine in grado di contrastare gli effetti destabilizzanti di esternalità negative. Oltre alle misure di diversificazione economica e di attrazione degli investimenti esteri, un altro strumento adottato a sostegno dell'economia nazionale sono i fondi sovrani. Questi sono veicoli di investimento di proprietà governativa che investono nel medio/lungo periodo con l'obiettivo di preservare la ricchezza per le future generazioni. La ricchezza amministrata da tali fondi attraverso la costruzione di portafogli diversificati per settore e area geografica consente al governo di far fronte ai periodi di crisi e a pericolose oscillazioni nel prezzo del petrolio¹².

¹¹ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 28-30, pp. 32-33.

¹² Ibidem, pp. 34-35.

7. *Politica estera attiva e innovativa*

Il nuovo stato redditiero presenta punti di continuità e altri di innovazione nelle iniziative di politica estera rispetto al modello della teoria redditiera classica. La continuità risiede nel fatto che la maggior parte degli stati del Golfo stringa relazioni strategiche con le maggiori potenze occidentali, soprattutto Gran Bretagna e Stati Uniti. Sebbene tali alleanze spesso non incontrino il favore della popolazione sono fortemente sostenute dall'élite politica. Ciò è in parte dovuto alla dimensione e alla vulnerabilità degli stati del Golfo e alla necessità di questi ultimi di accedere ad un canale privilegiato per l'importazione di armamenti. Il legame tra i paesi arabi e le potenze occidentali è stato promosso dalla rivalità strategica tra i maggiori stati del Golfo nella seconda metà del XX secolo (soprattutto Iran, Iraq e Arabia Saudita). L'innovazione consiste nella riscoperta dei benefici del *soft power* da parte dei paesi del Golfo come strumento necessario a rafforzare i legami commerciali con i paesi esteri. I benefici economici derivanti dal rafforzamento delle relazioni internazionali diventano elemento fondante della strategia di sviluppo del nuovo stato redditiero¹³.

¹³ Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011, pp. 28-30, pp. 35-36.

2.1.3 Il Gulf Cooperation Council (GCC)

Il Consiglio di Cooperazione degli stati arabi del Golfo, più comunemente noto come Gulf Cooperation Council, GCC, è un'unione regionale, intergovernativa politica ed economica formata da tutti gli stati arabi del Golfo persico, fatta eccezione per l'Iraq. Gli stati che lo compongono sono il Bahrain, il Kuwait, l'Oman, il Qatar, l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi Uniti.

Attualmente tutti gli stati membri del GCC sono monarchie tra cui tre monarchie costituzionali (Qatar, Kuwait, Bahrain), due monarchie assolute (Arabia Saudita e Oman) e una monarchia federale (Emirati Arabi Uniti), composta da sette emirati, ciascuno guidato da un proprio emiro.

Il Gulf Cooperation Council fu istituito il 25 maggio 1981 ad Abu Dhabi e l'accordo economico tra gli stati membri siglato l'11 novembre dello stesso anno¹⁴. L'epoca era segnata dal conflitto bellico tra l'Iraq di Saddam Hussein e l'Iran, reduce dalla rivoluzione islamica dell'ayatollah Komeini. Il GCC nacque anche con l'obiettivo implicito di controbilanciare e frenare la crescente influenza iraniana sul mondo arabo. Gli scopi ufficiali del neonato GCC erano soprattutto di natura economica, volti a rafforzare la coesione e il potere tra i maggiori produttori di petrolio al mondo. Altra, forse utopistica, finalità perseguita dall'organizzazione è l'istituzione di una moneta unica tra i paesi membri sul modello dell'Euro per l'Unione Europea. Negli anni il GCC ha esteso la cooperazione tra le nazioni partecipanti anche ad altri settori tra cui il sociale, il politico e il militare. Quest'ultimo ha visto costituire un contingente unico pronto a intervenire in caso di attacco o pericolo per ciascuno stato membro. Tale contingente, il *Peninsula Shield Force*, ha preso parte diretta alla Prima Guerra del Golfo, nel 1991, ed è intervenuto per sedare le rivolte in Bahrain nei primi mesi del 2011. Nel 2013 i leader del GCC hanno dichiarato di voler istituire un comando militare unificato e un'Accademia del Golfo per gli studi strategici e di sicurezza con sede negli Emirati Arabi Uniti.

Oltre all'unificazione monetaria e alla cooperazione militare, la carta costitutiva del GCC prevede anche altri obiettivi che riguardano il regolamento di alcune

¹⁴ Wikipedia, l'Enciclopedia Libera - https://en.wikipedia.org/wiki/Gulf_Cooperation_Council

questioni in campo economico, finanziario, commerciale, turistico, scientifico, tecnologico e la creazione di joint venture tra le aziende dei paesi membri.

Il GCC rappresenta attualmente una delle economie a sviluppo più rapido a livello mondiale e una delle maggiori organizzazioni dell'area mediorientale.

In tempi più recenti il Consiglio ha dimostrato di voler mutare la propria natura da organizzazione regionale in un'istituzione che rappresenti le principali monarchie arabe. Prova di tale cambiamento strategico è l'invito avanzato nel 2011 ai regni di Marocco e Giordania ad aderire al consiglio.

Nonostante l'apparente compattezza e l'omogeneità macroeconomica tra i paesi del Golfo, l'obiettivo di istituire la moneta unica, inizialmente prefissato per il 2010, è slittato per la defezione di Oman ed Emirati Arabi Uniti, contrari all'istituzione di una banca centrale comune nella capitale saudita di Riyadh. Gli stati del Golfo sono però riusciti a lanciare nel 2008 il disegno di un mercato comune in grado di garantire pari diritti a tutte le aziende e a tutti i cittadini del GCC in qualsiasi paese membro¹⁵.

Il Consiglio fu ideato dai paesi arabi del golfo per perseguire i seguenti obiettivi¹⁶:

1. Formulare una regolamentazione omogenea tra i diversi paesi membri in materia di religione, finanza, commercio, turismo, legislazione, amministrazione e dogana.
2. Sostenere il progresso tecnologico e scientifico in industria, attività di estrazione, nella gestione delle risorse d'acqua e degli animali.
3. Stabilire centri di ricerca scientifici
4. Implementare progetti di joint venture
5. Unificare le forze armate
6. Incoraggiare la cooperazione nel settore privato
7. Rafforzare i legami tra i popoli
8. Istituire un'unione monetaria

¹⁵ Enciclopedia Treccani

[http://www.treccani.it/enciclopedia/gulf-cooperation-council_\(Atlante_Geopolitico\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/gulf-cooperation-council_(Atlante_Geopolitico)/)

¹⁶ The Cooperation Council for the Arab States of the Gulf

<http://www.gcc-sg.org/eng/index895b.html?action=Sec-Show>

Figura 2.4 - Paesi membri del Consiglio di Cooperazione del Golfo



La struttura organizzativa del GCC prevede tre differenti organi: *Supreme Council*, *Ministerial Council* e *Secretariat General*. Il Consiglio Supremo rappresenta il principale organo decisionale del GCC ed è composto dai sei capi di stato dei paesi membri. Il Consiglio si riunisce con cadenza annuale e la Presidenza è affidata a ciascun paese secondo l'ordine alfabetico arabo. L'organo, per deliberare sulle diverse questione che gestisce, è supportato da una commissione consultiva composta da trenta membri per ogni stato che forniscono un parere tecnico.

La struttura organizzativa del GCC prevede poi un Consiglio Ministeriale composto dai ministri degli esteri dei paesi membri e da tutti i ministri preposti alle questioni di cui si dibatte di volta in volta. Il Consiglio si riunisce con cadenza trimestrale e può essere indetto in via straordinaria su richiesta di un membro il Consiglio dei Ministri propone le politiche da seguire, le materie da trattare e coordina le attività nei vari settori. Ad affiancare il Consiglio Supremo ed il Consiglio dei Ministri, vi è il Segretariato Generale cui è affidato il compito di preparare gli studi sulla cooperazione, il coordinamento e i piani integrati per i lavori congiunti dell'organizzazione. Il segretariato redige rapporti periodici sull'operato del GCC, attua e rende esecutive le risoluzioni. L'organo è nominato dal Consiglio Supremo e resta in carica per tre anni e si serve di cinque sottosegretari che forniscono supporto nelle materia economiche, politiche, finanziarie, militari e di sicurezza.

Dal primo aprile 2011, Abdul Latif bin Rashid Al Zayani, del Regno del Bahrain, è Segretario Generale del GCC¹⁷.

2.2 I Fondi Sovrani dei paesi del Golfo

2.2.1. Tratti distintivi

I paesi del Golfo ricoprono un ruolo cruciale nei mercati finanziari globali investendo le ingenti risorse derivanti dall'esportazione di materie prime energetiche attraverso appositi veicoli finanziari, i fondi sovrani. Questi di norma hanno l'obiettivo di stabilizzare l'economia domestica riducendo i rischi connessi alla volatilità del prezzo del greggio e di preservare la ricchezza a vantaggio delle generazioni future.¹⁸

Attori finanziari globali, i fondi sovrani arabi investono le proprie risorse in valuta estera e su diversi mercati quali l'azionario, l'obbligazionario, il mercato del *real estate*, dei metalli preziosi e di altri strumenti finanziari. Distinguendosi dai fondi di *private equity* e dagli *hedge fund* i GCC SWF prediligono orizzonti di investimento di medio-lungo termine e tendono a concentrare le proprie risorse in grandi imprese operanti in determinati settori tra i quali il settore finanziario, l'industria pesante e la logistica. In parte incoraggiati in parte temuti gli investimenti dei fondi sovrani sono divenuti oggetto di un vivo dibattito tra esperti e analisti del mercato in merito ai rischi e alle opportunità ad essi connessi. I maggiori timori del mondo occidentale sono rivolti alla presenza predominante di governi esteri nella governance del fondo e alla mancanza di trasparenza circa struttura e obiettivi perseguiti. In diversi paesi occidentali tali preoccupazioni hanno trovato eco in misure protezionistiche volte a proteggere l'economia nazionale e i settori ritenuti strategici per la sicurezza del paese.¹⁹

¹⁷ Enciclopedia Treccani

[http://www.treccani.it/enciclopedia/gulf-cooperation-council_\(Atlante_Geopolitico\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/gulf-cooperation-council_(Atlante_Geopolitico)/)

¹⁸ Talebi H., *A survey of sovereign wealth funds in the Gulf Cooperation Council Countries*, 2014, p.43.

¹⁹ Ramady M.A., *The GCC economies: stepping up to future challenges*, 2012, p. 237.

Giunti all'attenzione dell'opinione pubblica solo in tempi recenti con la crisi finanziari i fondi sovrani arabi trovano origine mezzo secolo prima negli anni '50. La storia stessa dei fondi sovrani è inscindibilmente legata a quella dei paesi arabi che ne sono stati i pionieri con la fondazione della KIA nel 1953, nata con l'obiettivo di reinvestire i surplus derivanti dalla esportazione del petrolio e di tutelare le generazioni future²⁰. Alla KIA sono seguiti numerosi altri SWF non solo in Medio Oriente ma anche in Asia e in seguito nel resto del mondo.²¹ Ad oggi operano nel mondo 74 fondi sovrani dei quali il 59,9% rappresenta i *commodity funds* che traggono le proprie risorse dalle esportazioni di materie prime energetiche e il 40,1% i *non commodity funds* il cui patrimonio deriva da surplus nella bilancia commerciale. La distribuzione geografica dei fondi sovrani evidenzia come i principali attori si collochino in Asia e Medio Oriente: il 39,1% dei fondi sovrani è di origine asiatica, il 37,1% medio-orientale, il 16,7% si trova in Europa, il 2,9% in America, il 2,3% in Africa e il restante 2% altrove.²²

Gran parte del patrimonio complessivo amministrato dai fondi sovrani è di proprietà dei governi dei paesi arabi e concentrato principalmente in 5 paesi: Abu Dhabi, Arabia Saudita, Kuwait, Dubai e Qatar. Il governo di Abu Dhabi possiede 4 differenti fondi sovrani di cui l'ADIA, l'Abu Dhabi Investment Authority è il più antico e il più grande. Istituito nel 1976 l'ADIA amministra 773 miliardi di dollari ed è il secondo fondo sovrano più grande al mondo dopo il fondo pensione norvegese. Gli altri fondi sono gestiti dal governo di Abu Dhabi sono l'Abu Dhabi Investment Council, l'International Petroleum Investment Company, il Mubadala Development Company, rispettivamente istituiti nel 2007, nel 1984 e nel 2002 e dotati di un patrimonio pari a 110, 66,3 e 66,3 miliardi di dollari. A differenza di Abu Dhabi e Kuwait l'Arabia Saudita, pur essendo il più grande esportatore di petrolio al mondo, solo in tempi recenti ha deciso di investire le proprie risorse attraverso la costituzione di due fondi sovrani: la SAMA, Saudi Arabia Monetary agency e Sanabel. La prima gestisce un patrimonio di 757,2 miliardi di dollari ed è il terzo fondo sovrano più grande al mondo dopo i fondi della Norvegia e di Abu Dhabi.

²⁰ H. Talebi, *A survey of sovereign wealth funds in the Gulf Cooperation Council Countries*, 2014, pp.43-44.

²¹ Ramady M.A., *The GCC economies: stepping up to future challenges*, 2012, p. 238.

²² Fonte: SWF Institute.

SAMA si caratterizza per una strategia di investimento prudente volta alla minimizzazione del rischio e per l'opacità negli obiettivi perseguiti, nella gestione del fondo e nella struttura di *governance*. L'obiettivo principale di Sanabel è investire in imprese che apportino valore all'economia dell'Arabia Saudita attraverso l'acquisizione di tecnologia, *R&D* e *know how*.

Come l'Arabia Saudita anche l'emirato di Dubai ha costituito il proprio fondo sovrano recentemente, fondando nel 2006 la Dubai Investment Corporation.

Nel 2005 il Qatar ha lanciato il proprio SWF, la QIA, Qatar Investment Authority con l'intento di diversificare i suoi asset finanziari. All'oggi la QIA rappresenta uno dei principali attori nello scenario finanziario globale gestendo un patrimonio pari a 256 miliardi di dollari.

Oman e Bahrain possiedono i fondi sovrani più piccoli tra i paesi del Golfo rispettivamente l'Oman State General Stabilization Fund e Oman Investment Fund e Bahrain Mumtalakat Holding Company.

Sebbene le ragioni alla base della costituzione dei fondi sovrani arabi e gli obiettivi perseguiti non sono resi pubblicamente disponibili, di norma i SWF nascono per salvaguardare la ricchezza nazionale, ridurre la dipendenza del paese dalle risorse naturali e preservare il patrimonio per le generazioni future.²³

Origine e scopi dei fondi sovrani possono essere distinti in 5 categorie:

1. Fondi di stabilizzazione: fondi creati con l'obiettivo principale di proteggere la ricchezza nazionale da impreviste e pericolose oscillazioni di prezzo delle materie prime attraverso la costituzione di riserve accumulate in tempi di crescita ed espansione economica. I fondi di stabilizzazione investono principalmente in obbligazioni denominate in valuta estera. In tale categoria rientra la SAMA.
2. Fondi di risparmio: fondi costituiti con l'obiettivo di preservare la ricchezza per le future generazioni attraverso la costituzione di un portafoglio di asset internazionali con rendimenti a lungo termine. In tale categoria rientra ADIA, KIA e QIA.

²³ Ramady M.A., *The GCC economies: stepping up to future challenges*, 2012, pp. 240-241.

3. Fondi di sviluppo: fondi nati con l'obiettivo di supportare la crescita economica nazionale attraverso il sostegno all'industria locale e l'investimento in infrastrutture. Tra i fondi di sviluppo vi è Sanabel.
4. Contingent Pension Reserve Funds: fondi nati con l'intento di sopperire ad eventuali future lacune del sistema pensionistico nazionale.
5. Reserve Investment Corporation: a differenza delle precedenti categorie tali fondi sono a tutti gli effetti imprese operative che gestiscono le risorse derivanti da surplus legati alla bilancia dei pagamenti o alla esportazione di materie prime²⁴.

A partire dagli anni '50 i governi del Golfo hanno dunque istituito diversi fondi con lo scopo di gestire la ricchezza sovrana nazionale attraverso la creazione di portafogli diversificati in grado di ridurre la dipendenza della nazione dalle risorse energetiche, di supportare lo sviluppo economico e di proteggere le generazioni future. Caratteristica comune di tali fondi è la scarsa trasparenza degli obiettivi perseguiti e della struttura di governance. Gli ultimi dati pubblicati dal Sovereign Wealth Fund Institute in merito ai rating assegnati ai diversi fondi dal Linaburg Maduell Transparency Index, pur evidenziando un incremento nei livelli di trasparenza, ritraggono ancora situazioni di opacità nella gestione del fondo. In una scala da uno a dieci in cui dieci rappresenti il livello massimo di trasparenza del fondo la maggior parte dei fondi arabi non supera il punteggio di 5/6²⁵.

²⁴ Ramady M.A., *The GCC Economies: Stepping Up to Future Challenges*, 2012, p.241.

²⁵ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, p. 18.

2.2.2 Strategie di investimento e reazione alla crisi finanziaria

Il patrimonio amministrato dai fondi sovrani del Golfo è cresciuto esponenzialmente tra il 2005 e il 2008 come risultato di due fattori congiunti: i prezzi record raggiunti dal petrolio e i rendimenti degli investimenti. Entrambi i fattori di crescita sono stati negativamente colpiti dalla crisi finanziaria del 2008. Le fluttuazioni nei prezzi del greggio hanno avuto un impatto diretto e netto sulla dimensione degli asset di tali fondi. Una stima elaborata da Setser e Ziemba nel 2009 ipotizza che se il prezzo del petrolio fosse in media di 50\$ al barile, i paesi del Golfo avrebbero bisogno di spendere tutti i rendimenti conseguiti dai propri investimenti nonché i ricavi generati dalla vendita di petrolio per mantenere i livelli di importazione del 2008. Ad ogni modo, ad un livello di 75\$ al barile, i paesi del Golfo sarebbero in grado di incrementare di 140\$ miliardi il valore degli asset esteri detenuti dalle banche centrali e dai fondi sovrani. Il prezzo del petrolio non scese mai al di sotto dei 50\$ dollari a barile: ciò corrisponderebbe al primo scenario ipotizzato dalle stime; tuttavia il valore del portafoglio dei fondi del GCC si ridusse. Tale contrazione fu il risultato sia del calo dei prezzi del petrolio sia della svalutazione degli asset detenuti. I fondi sovrani arabi, così come altri investitori istituzionali, hanno sofferto dell'erosione dei ricavi e delle riduzioni nel valore dei portafoglio come prodotto diretto della crisi.

Molte fonti riportano che i fondi sovrani si siano ripresi con vigore dal 2008 nonostante le significative perdite.

Steffen Kern di Deutsche Bank indica una crescita negli asset detenuti da 3\$ trilioni nel 2009 a 3,7\$ trilioni alla fine dello stesso anno²⁶.

La necessità di provvedere al supporto finanziario dei propri paesi è stato un'altra conseguenza degli impatti della crisi sui fondi sovrani del Golfo. Il sostegno alla economia nazionale in tempi di potenziali difficoltà finanziarie è uno dei mandati della maggior parte dei fondi della regione. La crisi globale del 2008 obbligò i fondi sovrani a compiere operazioni di *bail out* in favore di molte istituzioni finanziarie domestiche. L'esatto ammontare di capitale iniettato nell'economia non è stato rivelato dai governi del Golfo. Sporadiche notizie hanno

²⁶ Kern S., *Sovereign Wealth Funds – State Investments During the Financial Crisis*, 2009.

dato risalto soprattutto a transazioni compiute dai fondi come un incremento della quota investita da KIA nella Borsa del Kuwait nell'ottobre 2008. Nello stesso mese vi furono speculazioni riguardo un trasferimento da parte di KIA di \$15 miliardi da asset esteri al mercato locale.

La crisi finanziaria internazionale ha acceso un dibattito pubblico nella regione in merito all'impatto avuto sui portafogli dei fondi sovrani, sfociato in pressioni da parte dei media sui governi per un cambio nelle strategie di investimento.

Bader al-Saad, CEO di KIA, rilasciò un'intervista ad Al Arabiya per chiarire gli scopi del fondo, sottolineando che le iniezioni di capitale in banche occidentali rappresentavano un'ottima opportunità di investimento per KIA.

Alcune stime evidenziano perdite tra il 25-30% del valore degli investimenti registrate dai fondi come risultato di tre fattori: diminuzione dei prezzi del petrolio, svalutazione dei portafogli e il ritiro di fondi per il supporto delle economie domestiche²⁷.

Figura 2.5 - Stima asset detenuti dai più grandi fondi sovrani

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012f
ADIA	140	188	232	276	380	456	340	430	477	479	540
KIA	73	98	123	152	215	262	228	275	312	333	382
SAMA non-reserve + pensions	22	38	66	129	200	335	475	444	485	578	690
GPIFG	87	126	168	206	285	371	323	454	520	551	650
Kazakhstan Stabilization Fund	2	4	5	8	15	20	27	24	31	44	56
LIA		0	0	20	30	40	55	50	65	55	50
Chile Stabilization		0	0	0	2	14	20	11	13	17	21
GIC	98	128	156	173	225	245	166	215	244	243	276
Temasek			30	35	50	75	55	85	97	108	130
KIC						20	25	30	36	50	50
CIC							75	100	135	140	200
Russian Sovereign Funds	44	73	121	176	295	157	225	152	114	112	120

Fonte: Ziemba, Rachel, 2012

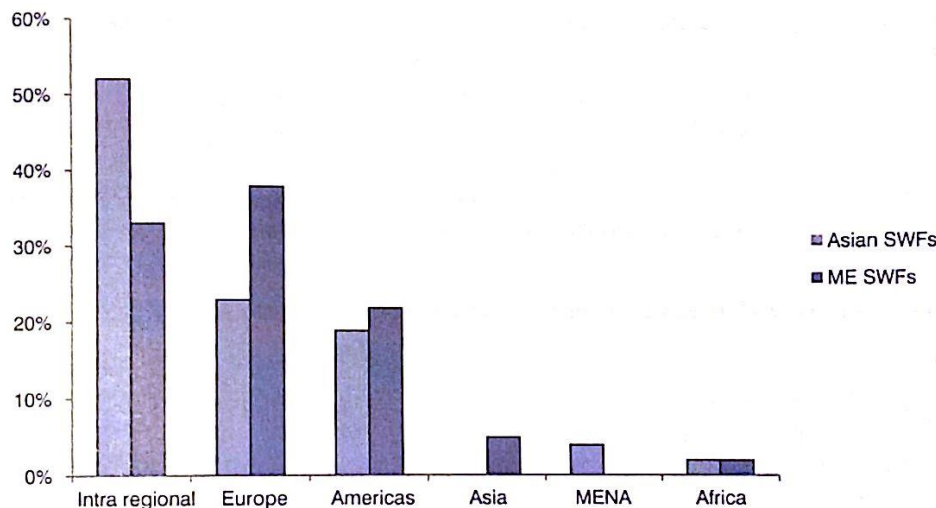
La strategia di asset allocation di questi fondi è rimasta opaca per molto tempo a causa di mancanza di informazioni. Gli ingenti investimenti nei mercati occidentali hanno esposto queste istituzioni alle intemperie della crisi finanziaria globale. Dal 2008 le politiche di investimento hanno subito numerose rivisitazioni. Nonostante tutto però alcuni tratti salienti dei fondi sovrani non

²⁷ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 20-22.

sono cambiati, tra cui l'orizzonte di investimento: i fondi *commodity-based* del GCC prediligono scadenze più lunghe rispetto alla maggioranza degli investitori istituzionali pubblici e privati. In altre parole i fondi sovrani possono permettersi la qualità di "investitori pazienti" in mercati volatili grazie alla relativa trascurabilità delle loro passività. Diversi dibattiti sono nati circa la positività di tali orizzonti di investimento. Da un lato le scadenze a lungo termine di questi fondi possono minimizzare il rischio di destabilizzazione del mercato a causa di rapidi cambi negli investimenti. Dall'altro l'assenza di passività in bilancio fornisce a questi fondi la libertà di voltare le spalle ai mercati nel momento in cui i loro investimenti e capitali sono più necessari.

Altra caratteristica dei fondi rimasta immutata dopo la crisi è l'ingerenza della politica nei piani di investimento perseguiti.²⁸

Figura 2.6 - Target geografici di investimento dei fondi sovrani



Fonte: Kern 2010

Uno degli attributi chiave dei fondi sovrani del Golfo pre crisi era l'incremento degli investimenti in prestigiose e iconiche acquisizioni. Tali transazioni risultavano per i fondi operazioni di *brand awareness* dirette al mercato finanziario globale. Tuttavia alcuni studiosi riconducono queste azioni ad una mancanza di personale con alta formazione finanziaria: alcuni fondi sovrani tra quelli con più esperienza sul mercato hanno assunto rischi non necessari e preso

²⁸ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp 22-24.

decisioni irrazionali negli investimenti. Ciò ha portato alle grandi perdite registrate durante gli anni della crisi.

Tra le transazioni più iconiche si registrano quelle di Mubadala in General Electric e in Daimler e quelle di altri fondi in Ferrari e nel Chrysler Building di New York. Tra il 2007 e il 2008 investire nelle precarie istituzioni finanziarie di Stati Uniti ed Europa da parte dei fondi arabi divenne una strategia comune e molto seguita. A partire dal 2010 l'interesse per tali mercati si è ridotto per spostarsi in favore dei mercati asiatici e latino americani.²⁹

Figura 2.7: Stime di perdite e guadagni dei fondi sovrani nel 2008

	<i>Value (est.) Dec. 2007</i>	<i>Value (est.) Dec. 2008</i>	<i>Capital gains/ losses</i>	<i>New inflows</i>	<i>Gains/ losses(share of Dec 2007 portfolio)</i>
ADIA	453	328	-183	59	-40%
KIA	262	228	-94	57	-36%
SAMA+ assets under management of other government institutions	358	501	-46	162	-12%
Norwegian Government Pension Fund-Global	371	325	-111	64	-30%

Fonte: Setser, Ziemba, 2008

In risposta alle ingenti perdite registrate durante la crisi finanziaria i fondi sovrani dei paesi arabi hanno implementato una strategia di investimento maggior improntata alla prudenza e al contenimento del rischio. Un esempio di tali misure è fornito dalla condivisione del rischio dei loro investimenti con altre istituzioni finanziarie per limitare eventuali perdite. La totalità delle istituzioni finanziarie del Golfo, fatta eccezione per SAMA, ha tradizionalmente investito la propria ricchezza in un portafoglio di asset ben diversificato per settore e area geografica, caratterizzato da una elevata combinazione rischio-rendimento e composto al 50% da azioni e altri titoli partecipativi. Al contrario SAMA ha adottato una strategia più prudente, allocando l'80% del proprio patrimonio in

²⁹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 24-26.

titoli governativi registrando sia minori rendimenti nel decennio antecedente la crisi sia minori perdite legate al dissesto dell'economia occidentale.

Di norma i fondi sovrani del Golfo detengono partecipazioni indirette o passive nelle imprese occidentali finanziate. Molti fondi affidano a società di gestione l'amministrazione dei propri investimenti piuttosto che effettuarli direttamente e tradizionalmente detengono quote che non attribuiscono diritti amministrativi ma solo patrimoniali. I fondi arabi tendono ad essere investitori silenti che non interferiscono nella gestione delle società partecipate. Ciò è principalmente dovuto alle seguenti ragioni:

1. Provare che le finalità perseguite sono meramente economico- finanziarie e che non vi sono reconditi obiettivi strategico politici da perseguire attraverso il controllo di imprese occidentali.
2. Evitare responsabilità manageriale nelle società in cui investono
3. Evitare di rendere pubbliche le loro acquisizioni

Dalla crisi globale del 2008 le imprese finanziate hanno esercitato diverse pressioni sui fondi sovrani del Golfo spingendo per un maggior coinvolgimento nella amministrazione delle imprese partecipate. La ratio di tale richiesta risiede nella consapevolezza della notevole influenza esercitata ugualmente dai fondi sovrani ufficiosamente. Attribuire diritti di voto ai fondi non si sarebbe dunque tradotto in un aumento reale del potere ma solo in un maggior controllo esercitato sul loro operato e in un incremento nei livelli di trasparenza e di efficienza di gestione.

Durante la crisi finanziaria la maggior parte degli investimenti dei fondi sovrani è stata rivolta al settore bancario occidentale, soprattutto negli Stati Uniti. Testimonianza diretta ne sono l'acquisizione del 4,9% delle azioni di Citigroup da parte di Abu Dhabi, del 5,7% di Merrill Lynch da parte del Kuwait, dell'8,9% di Barclays da parte del Qatar e del 20,4% nella Borsa di Londra. Tra i principali fattori alla base di tale strategia di investimento si annoverano:

1. Disponibilità di fondi
2. Attrattività del settore finanziario: fino al 2008 il settore finanziario aveva garantito elevati rendimenti, notevoli rendimenti e incremento quasi sicuro dei prezzi delle azioni.

3. Basso prezzo delle azioni: sin da metà del 2007 il prezzo delle azioni di molte banche e di altri istituti finanziari ha subito un crollo drastico. Al culmine della crisi il valore di mercato delle principali banche statunitensi si è sceso tra il 20% e il 60%.
4. Opportunità strategiche: investire nelle principali istituzioni finanziarie occidentali avrebbe comportato per i paesi del Golfo sia benefici economici sia posto le basi per future, vantaggiose relazioni finanziarie e industriali.
5. Benefici reputazionali: l'impegno nei mercati finanziaria occidentali ha consentito ai fondi sovrani del Golfo di ottenere un notevole standing. Negli Stati Uniti si è registrato un maggior favore nei confronti dei loro investimenti in soccorso di istituzioni finanziarie in difficoltà. Questi ultimi non rappresentano più un pericolo per la sicurezza delle nazioni di Europa e Stati Uniti, al contrario vengono incoraggiati dai governi³⁰.

I fondi sovrani del GCC hanno intrapreso un percorso di graduale diversificazione e affrancamento dal dollaro statunitense. Nei decenni precedenti il surplus di risorse derivante dalla vendita di idrocarburi veniva intensivamente investito in asset denominati in dollari. Dal 2008 gli investitori arabi si sono affacciati su altri mercati.

La crisi finanziaria ha posto delle ombre sul futuro del dollaro evidenziando la necessità della detenzione di altre valute e asset esteri. Nel 2008 il Fondo Monetario Internazionale stimava che un cambio in tal senso nelle strategie di investimento dei fondi sovrani avrebbe portato ad un deprezzamento del dollaro tra il 6% e il 10% nel lungo periodo e tra il 2% e il 4% nel breve periodo. Un altro fattore cruciale da includere nella analisi delle politiche di investimento dei governi arabi del Golfo riguarda le relazioni politiche tra questi e l'amministrazione americana, in parte raffreddate dalla politica estera degli USA in Medio Oriente dopo l'11 settembre.

I turbolenti andamenti del dollaro sui mercati valutari hanno indotto Cina e Russia a proporre la sua sostituzione con una valuta internazionale di ancoraggio formata da un paniere di altre valute e commodity estere. L'economia globale,

³⁰ Kern S., *Control Mechanisms for Sovereign Wealth Funds in Selected Countries*, 2008.

tuttavia, incontra serie difficoltà nella ricerca di una moneta sostitutiva al dollaro e il processo de-dollarizzazione dei portafogli dei fondi sovrani arabi avverrà solo in piccola parte nel prossimo futuro.

I fondi sovrani del Golfo hanno avuto numerosi impatti sugli equilibri finanziari globali. Di seguito sono passate in rassegna le maggiori conseguenze dell'operatività di tali istituzioni:

1. Storicamente i flussi di capitale nel sistema finanziario avevano origini dalle economie sviluppate ed erano diretti alle economie in via di sviluppo. I fondi sovrani hanno invertito questo trend diventando tra i più grandi apportatori di risorse finanziarie nelle economie sviluppate.
2. I fondi sovrani sono oggi potenti competitor degli investitori istituzionali occidentali. A causa della proprietà governativa, il loro potere finanziario nell'economia internazionale mina i principi neoliberali della teoria economica occidentale.
3. Per molti anni il surplus nelle partite correnti dei paesi del Golfo è stato investito in asset denominati in dollari. Tale tendenza è stata messa duramente in discussione durante la crisi finanziaria.
4. Non esiste prova che i fondi sovrani perseguono anche scopi non commerciali, minacciando la sicurezza nazionale dei paesi in cui investono. Gli stessi governi hanno ribadito le intenzioni di investire responsabilmente per il supporto alla stabilità finanziaria globale. Le controversie tra stati arabi e potenze occidentali possono sfociare però in misure protezionistiche, minanti la libera circolazione dei capitali a livello internazionale³¹.

³¹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 27-32.

2.2.3 Investimenti in Italia dei fondi sovrani del Golfo

L'ultimo rapporto *Sovereign Wealth Fund* redatto da Sil- Università Bocconi evidenzia come nel 2014 l'Italia si sia confermata meta privilegiata per gli investimenti dei fondi sovrani. In controtendenza con i principali dati europei, che mostrano una riduzione delle risorse allocate in Francia, Spagna e Germania, gli investimenti in Italia sono aumentati del 47% raggiungendo 2,2 miliardi di euro. L'Italia si riconferma una delle destinazioni principali soprattutto per i fondi arabi che negli ultimi quattro anni hanno raddoppiato il valore delle acquisizioni rivolte soprattutto al settore del lusso e al settore immobiliare.

La seguente tabella mostra la *top ten* degli investimenti in Italia tra il 2012 e il 2015. Le acquisizioni dei fondi sovrani arabi sono classificate per valore, espresso in miliardi di dollari. Protagonisti chiave di questa ondata di acquisizioni, che ha portato all'Italia sette miliardi di dollari in quattro anni, sono: Arzani e Zamboon per il Qatar, McCarthy e Duhamel per l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Drissi- Kaitouni per la Kuwait Investment Authority (KIA), La Noce per Abu Dhabi.

Tabella 2.2 – Classifica degli investimenti dei fondi sovrani arabi in Italia

Investitore	Società acquisita	Settore	Anno	Quota acquisita	Valore Miliardi di dollari
QIA	Porta Nuova	Immobiliare	2015	60%	1300
QIA	Porta Nuova	Immobiliare	2013	40%	1052
QIA	Smeralda Holding	Immobiliare	2012	100%	789

KIA	Fsi Investimenti	Finanziario	2014	23%	685
Mubadala Development	Piaggio Aero Industries	Trasporti	2014	57,56%	600
Mubadala Development	Emi Music Publishing	Intrattenimento	2012	16,67%	484
GIC Pte	Roma Est Shopping Centre	Immobiliare	2014	50%	252
QIA	Inalca	Alimentare	2014	28,40%	207
QIA	Four Season Hotel Firenze	Hotel e Ristoranti	2013	100%	197
QIA	IQ Made in Italy Venture	Largo Consumo	2012	50%	191

Valore totale delle acquisizioni: 5,8 miliardi di dollari

Fonte: Corriere Economia, 29 giugno 2015

La tabella evidenzia come il Qatar, a partire dal 2012, sia stato il principale investitore in Italia, allocando oltre 3 miliardi di risorse nel settore immobiliare per finanziare la costruzione dei grattacieli di Porta Nuova a Milano e gli hotel della Costa Smeralda. Il caso del Qatar sottolinea due tendenze comuni per i fondi sovrani del Golfo. La prima attiene alla distribuzione settoriale degli investimenti, non più allocati nel settore bancario e finanziario, ritenuto eccessivamente rischioso, ma nel Real Estate. La seconda riguarda l'ammontare degli investimenti. Il 2014 è stato caratterizzato da un minor numero di transazioni e acquisizioni realizzate dai fondi sovrani ma da un maggior valore dei *deal* conclusi. Nel 2014 il numero degli investimenti realizzati dai fondi sovrani ha subito una contrazione del 23% rispetto al 2013 bilanciata da un incremento pari al 39% nel valore delle operazioni poste in essere. In tale contesto l'Italia ha svolto un ruolo cruciale classificandosi al quarto posto tra i principali paesi destinatari delle risorse dei fondi sovrani dopo Stati Uniti, Gran Bretagna e Cina. Le seguenti tabelle mostrano l'interesse crescente dei fondi sovrani per l'Italia evidenziando rispettivamente gli investimenti dei fondi sovrani per paese e la ripartizione degli investimenti dei fondi sovrani indirizzati all'Europa.

Tabella 2.3: Classifica degli investimenti dei fondi sovrani per ripartizione geografica

	Investimenti 2013	Investimenti 2014	Variatione
Stati Uniti	7,2	14,8	+105,5%
Gran Bretagna	6,6	11,7	+77,3%
Cina	1,1	8,9	+ 709%
Italia	1,5	2,2	+70%
Russia	5,4	1,9	- 64,81%
Francia	7,7	1	-87,01%
Spagna	1,6	0,4	- 75%
Germania	0,8	0,2	- 75%

Fonte: Rielaborazione dei dati in *Corriere Economia*, 29 giugno 2015

La tabella evidenzia un incremento considerevole degli investimenti dei fondi sovrani rivolti all'Italia, dato in controtendenza rispetto alla generale contrazione delle acquisizioni rivolte all'Eurozona. Laddove Francia, Germania e Spagna perdono rispettivamente l'87,01% e il 75% degli investimenti, l'Italia incrementa il valore delle risorse stanziare dai SWF del 70%. I Governi del Golfo rappresentano i principali investitori in Italia: 13 dei 18 maggiori investimenti effettuati in Italia dai fondi sovrani negli ultimi 3 anni provengono dal Golfo. La QIA apre la classifica dei maggiori investimenti arabi in Italia avendo allocato 2352 miliardi per finanziaria Porta Nuova e 789 per la catena alberghiera in Costa Smeralda. Seguono poi KIA e Mubadala.

Tabella 2.4 – Investimenti dei fondi sovrani in Europa nel 2014

Paese	Investimenti miliardi dollari	%
Italia	2,2	13 %
Paesi Bassi	0,98	6 %
Francia	0,97	6 %
Spagna	0,36	2,5%
Germania	0,24	1,5%
Regno Unito	12	71%
Totale	17	100%

Fonte: Rielaborazione dei dati in Corriere Economia, 29 giugno 2015

Tabella 2.5 - Principali Acquisizioni dei paesi del Golfo in Italia

Anno	Società acquisita	Investitore	Quota	Valore /000
2014	Raimondi Cranes	Principe khaled bin Alwaleed Al Saud (Arabia Saudita)	100%	N.d.
2013	Porta Nuova (Milano)	Qatar Holding	40%	1052
2013	Four Season (Firenze)	QIA	100%	150000
2012	Valentino Fashion Group	Mayhoola for Investment (Qatar)	100%	700000
2012	Smeralda Holding	Qatar Holding	100%	650000
2010	Unicredit	Aabar (Emirati Arabi)	5%	1850000

2015	Gritti Palace	Nozul Hotels Resorts of Qatar	100%	105000
2014	Alitalia Loyalty	Etihad Airways Pjsc (Abu Dhabi)	75%	112500
2015	Porta Nuova (Milano)	Qatar holding	60%	1300
2015	Alitalia	Etihad Airways (Abu Dhabi)	49%	387500
2014	St. Regis Grand Hotel Roma	Constellation Hotel Holding (Qatar)	100%	110000
2014	Inalca (Gruppo Cremonini)	QIA	28%	165000
2014	Aleph Hotel Roma(Boscolo)	Al Rayyan Tourism & Investment (Qatar)	100%	40000
2014	Marmi Carrara	Saudi Binladin Group (Arabia Saudita)	50%	45000

2014	Forali Confezioni (Pai Zilieri)	Mayhoola for Investment (Qatar)	65%	35750
2014	Shell Rete Carburante Italia	Kuwait Petroleum	100%	N.d.
2014	Piaggio Aereo Industries	Mubadala Development	98%	N.d.

Fonte: Rielaborazione dei dati in Corriere Economia, 29 giugno 2015

Come dimostra la tabella 2.5 negli ultimi 4 anni l'Italia ha attratto quasi 7 miliardi di dollari provenienti dai fondi dei paesi del GCC. Protagonista indiscusso di tale fenomeno è stato il governo del Qatar che ha destinato 3,6 miliardi all'Italia, più della metà della ricchezza allocata complessivamente dai paesi del Golfo. Il Qatar ha prediletto gli investimenti nel settore immobiliare realizzati attraverso Qatar Holding concentrati a Milano e nel settore alberghiero segnato dalle acquisizioni del Four Seasons di Firenze, del Gallia di Milano e del Saint Regis di Roma. Prima del Real Estate l'interesse della QIA si è concentrato sul settore del lusso e della moda investendo in Valentino Fashion Group.

L'attenzione del Qatar e degli altri paesi del GCC si sta tuttavia spostando da lusso e settore immobiliare per dirigersi verso nuovi impieghi nelle infrastrutture. Settore questo ultimo relativamente sicuro, caratterizzato da rendimenti interessanti e compatibili con l'orizzonte di medio lungo termine che caratterizza tali investitori. L'interesse dei fondi sovrani del Golfo per le infrastrutture è testimoniato dalle trattative in corso tra ADIA, il principale fondo sovrano di Abu Dhabi, e il gruppo Atlantia per la cessione di una quota azionaria di Aeroporti di Roma. Attualmente Atlantia detiene più del 95% del capitale sociale di ADR e ha dichiarato di voler cedere due tranches di capitale rispettivamente del 15% e del

20%. ADIA si è candidata a rilevare il 15% di ADR a fianco di un altro investitore, per il momento ignoto. La strategia del fondo rientra in un vasto piano di riequilibrio e riassetto del portafoglio di investimento, avviato all'indomani della crisi finanziaria, che ha portato il fondo a destinare il 5% delle proprie risorse nelle infrastrutture. Non appare poi casuale che l'attenzione del fondo si sia rivolta verso ADR dopo l'acquisizione di Alitalia da parte di Etihad. I rendimenti elevati e costanti promessi dagli investimenti in infrastrutture hanno attratto anche altri governi del Golfo tra cui il Kuwait che, attraverso la KIA, ha stretto un accordo di joint venture con il fondo strategico italiano grazie al quale presidia diversi settori. Il fondo sovrano ricerca poi investimenti diretti attraverso Wren House, fondo esclusivamente dedicato alle infrastrutture, a cui ha affidato la gestione delle trattative per l'ingresso nel capitale sociale di ADR.

I cambiamenti nell'economia globale dovuti al rallentamento dei tassi di crescita dei paesi emergenti e alla contrazione della domanda di materie prime ed energia hanno profondamente modificato la strategia perseguita dai fondi sovrani arabi. La riduzione delle esportazioni e il crollo dei prezzi del petrolio ai minimi storici ha interrotto il flusso di nuovi capitali ai fondi sovrani e frenato l'accumulo di riserve valutarie. Secondo alcuni studi condotti da HSBC, lo shock dei prezzi del petrolio brucerà 200\$ miliardi di entrate fiscali nel Golfo da qui al 2016. I fondi sovrani arabi devono poi in questo nuovo scenario agire prudentemente e mantenere una parte del capitale liquida per fronteggiare eventuali crisi economiche interne e stabilizzare il mercato domestico. La ricerca di rendimenti sostenuti e a lungo termine modificherà gli equilibri nei portafogli dei fondi arabi in favore di asset più sicuri, incrementando gli investimenti nelle infrastrutture³².

³² *Autostrade e aeroporti: Gli arabi d'Italia a caccia di nuovi trofei*, in *Corriere Economia*, 29 giugno 2015

2.3 Trasparenza e regolamentazione dei Fondi Sovrani del Golfo

2.3.1 La sfida per una maggiore trasparenza

Il tema della trasparenza dei fondi sovrani è divenuto uno delle principali sfide del sistema finanziario. Frutto del processo di globalizzazione finanziaria i fondi sovrani hanno acquisito il potere di influenzare la stabilità politica ed economica di altri paesi e di alterare la competitività del mercato a livello internazionale. Nel 2008 le risorse amministrare dai fondi sovrani ammontavano a più di 15 trilioni di dollari, pari all'8% degli asset finanziari globali. È proprio la dimensione del patrimonio gestito a conferire ai SWFS un grande potere nel determinare gli equilibri economico-finanziari e geo-politici. Inoltre la proprietà statale dei fondi ha portato alla ribalta un nuovo modello economico di "*new capitalism*", prodotto dalla combinazione di economia centralizzata e dottrina di libero mercato. I fondi sovrani sono giunti all'attenzione della opinione pubblica non solo per la dimensione del loro Asset under management ma anche per la scarsa trasparenza che li caratterizza e che è diventata una delle maggiori sfide per regolatori e operatori di mercato dei paesi target. La maggior parte dei fondi sovrani dei paesi del golfo non rende pubblicamente note e disponibili informazioni circa la dimensione del patrimonio amministrato, gli obiettivi perseguiti, le strategie di investimento implementate, i sistemi di governance adottati e il ruolo svolto nello sviluppo della economia domestica. Tra il 2005 e il 2008 l'analisi del ruolo dei fondi sovrani all'interno del sistema finanziario globale è divenuta tema di dibattito politico. Le economie avanzate dei paesi occidentali sono protagoniste di tale dibattito circa il ruolo da assumere nei confronti di questi nuovi giganti della finanza internazionale. Il timore di celate mire geopolitiche unite alla proprietà statale di tali fondi ha evidenziato la necessità di un'adeguata regolamentazione del fenomeno che assicuri la sicurezza nazionale dei paesi target.³³

Con l'obiettivo di assicurare adeguati meccanismi di supervisione e controllo delle attività dei fondi sovrani, i governi dei paesi destinatari degli investimenti,

³³ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 143-144.

con il supporto di organismi internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale (IMF) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OECD) hanno individuato procedure e *best practice* per accrescere la trasparenza dei SWF. Le metodologie proposte mirano a identificare le strategie perseguite dai fondi sia nei mercati di origine che nei mercati esteri. Alle preoccupazioni del mondo occidentale fanno eco i timori dei paesi proprietari dei fondi sovrani in merito a pericolose barriere protezionistiche in grado di frenare gli investimenti e ridurre i rendimenti.

L'inadeguatezza delle informazioni pubblicamente disponibili circa l'operatività dei fondi ha reso complesso e incerto stimarne l'impatto sui mercati finanziari globali. Le maggiori ambiguità nelle attività del fondo sorgono dall'assenza di informazioni sulla struttura delle relazioni tra il fondo e le imprese, sia interne che estere, e all'interno del fondo stesso. La natura delle relazioni che intercorrono tra il fondo e l'ambiente in cui opera ha dirette ripercussioni sul ruolo ricoperto nei mercati finanziari internazionali. I principali legami tra il fondo e il tessuto socio-economico circostante includono i rapporti tra il fondo e il governo, i rapporti intra-organizzativi con le istituzioni del fondo, quelli con i paesi target e con gli altri operatori del mercato. Fornire dati chiari e accurati in merito alla posizione di tali organizzazioni nei confronti dell'ambiente in cui operano è dunque una precisa responsabilità dei paesi proprietari dei SWF, sebbene questi più volte vi si siano sottratti. La relazione tra il fondo sovrano e il paese "sponsor" è uno dei punti nodali in materia di trasparenza dei SWF. Ripercorrendo la storia della gestione dei fondi sovrani dei paesi del golfo si registra una strutturale assenza di trasparenza circa strategie perseguite, processi di decision making, investimenti realizzati, dimensione dell'asset under management e regolamentazione dei prelievi bancari.

Incrementare i livelli di trasparenza nella gestione dei fondi sovrani significa incrementare la comprensione dell'operatività di tali istituzioni sia nelle economie domestiche che nei paesi in cui investono e al contempo ridurre i timori occidentali ed eventuali, inefficienti barriere protezionistiche.

Comprendere i fondi sovrani dei paesi del Golfo ha rappresentato a lungo una grande sfida per le economie occidentali. L'inadeguatezza delle informazioni

pubblicate dai governi del GCC ha alimentato incertezza e ambiguità circa l'impatto dei fondi sovrani sul sistema finanziario globale.

La natura delle relazioni tra i fondi sovrani e l'ambiente in cui essi operano ricopre un ruolo cruciale nella determinazione della funzione svolta da tali investitori sul mercato finanziario. I principali legami tra i fondi e l'ambiente circostante includono i rapporti con i governi detentori della ricchezza sovrana, con i governi dei paesi in cui investono, con altri player del mercato, con le imprese nazionali e il settore privato domestico. Fornire dati e informazioni accurate e complete in merito a tali rapporti è un compito che a lungo i governi del Golfo hanno disatteso. Sono poche le informazioni pubblicamente disponibili in grado di chiarire la natura del legame tra i governi e i veicoli d'investimento e la regolamentazione prevista per la gestione della ricchezza sovrana. Opache rimangono anche le relazioni inter-organizzative interne ai fondi e le prassi in materia di corporate governance e di sistemi di controllo interni³⁴.

Il dibattito sui timori di una potenziale influenza negativa dei fondi sovrani del GCC sui mercati finanziari è stato il prodotto di una mancata comprensione (dovuta alla inadeguatezza delle informazioni fornite) di struttura, corporate governance, framework legale, procedure operative e strategie di tali istituzioni da parte dei governi occidentali. Diversi fattori hanno contribuito alla diffusione di tali preoccupazioni:

1. Limitate informazioni sulle attività d'investimento (dimensione patrimoniale, strategia di investimento, profilo di rischio)
2. I vertici delle struttura di governance dei fondi sovrani arabi sono stati a lungo monopolizzati da esponenti delle famiglia reali e da membri dell'élite politica vicini ai regnanti. Ciò conferma l'influenza decisiva dei governi nella definizione delle politiche dei fondi sovrani.
3. Diversi scandali finanziari (KIA in Spagna, ADIA con BCCI) hanno minato la credibilità e la reputazione dei fondi sovrani.
4. Leggi nazionali e regolamenti per la gestione di tali istituzioni appaiono poco chiari e in molti casi non è previsto l'obbligo di rendere

³⁴ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 144-147.

pubblicamente disponibili dati e informazioni in merito alla attività del fondo.

5. Procedure di reporting e di auditing non sono chiare e definite
6. Il ruolo ricoperto dai fondi sovrani nei mercati interni non è sempre chiaro e documentato nei dati macroeconomici.
7. Storicamente il settore pubblico nei paesi del Golfo si è rivelato inefficiente e l'amministrazione pubblica sottosviluppata. Il crescente potere finanziario raggiunto dalla regione rappresenta una potenziale minaccia per i mercati internazionali: maggiori inefficienze e corruzione diffusa rischiano di propagarsi dal Golfo alle economie occidentali.

Tali fattori hanno contribuito in modo determinante al senso di incertezza riguardo il potenziale impatto di questi fondi sui mercati globali. L'influenza di un governo estero nella struttura di governance e lo spettro di possibili strategie politiche, celate dagli obiettivi economico- finanziari, ha acuito i timori dell'Occidente, soprattutto all'indomani dell'11 settembre del 2001. I governi dal Golfo, da parte loro, hanno più volte fallito nell'operare una chiara distinzione tra l'élite politica e l'élite finanziaria, separando la gestione della ricchezza nazionale dalla gestione della ricchezza della famiglia reale.

Nel tentativo di comprendere in modo più adeguato natura e attività dei fondi sovrani e di misurarne i livelli di trasparenza sono stati elaborati diversi indicatori. I più famosi e importanti tra questi sono il Truman Scoreboard e il Linaburg- Maduell Transparency Index.

Nel 2007 Edwin Truman, del Peterson Institute for International Economics, ha ideato un indicatore che mira a misurare in termini quali- quantitativi la trasparenza dei fondi sovrani basandosi esclusivamente su informazioni pubbliche e sistematicamente disponibili. L'analisi condotta da Truman ha coperto quattro aree principali: struttura, governance, trasparenza e contabilità e infine comportamento. Ciascuna categoria di studio individua diverse best practices adottate dai fondi. Per misurare l'aderenza dei singoli fondi a tali prassi Truman ha elaborato 25 domande e attribuito un punteggio, in un range tra 0 e 1, a ciascuna risposta in base alla conformità alle best practices. Maggiore è il punteggio ottenuto da un fondo, maggiore è il suo livello di trasparenza.

Per condurre il suo studio Truman ha individuato quattro aree centrali nell'analisi dei fondi sovrani:

1. **Struttura:** comunicazioni di obiettivi e strategie d'investimento, informazioni su fonti di finanziamento, grado d'indipendenza dal governo nazionale e di separazione dalle riserve ufficiali, trasparenza in materia fiscale
2. **Governance:** distinzione di ruoli e responsabilità tra governo e manager del fondo sovrano, definizione di linee guida etiche in materia di etica e responsabilità sociale.
3. **Trasparenza e contabilità:** completezza e reperibilità delle informazioni in merito a allocazione di portafoglio, benchmark utilizzati, ricorso ad intermediari, redazione e pubblicazione di report, definizione di un adeguato e sistema di controlli interni e esterni che assicurino una valutazione completa e indipendenza.
4. **Regole generali di comportamento:** definizione delle modalità di gestione e assunzione delle partecipazioni di controllo, di ricorso alla leva finanziaria e strategie di gestione del rischio.

Nel 2009 Truman ha riformulato lo scoreboard eliminando alcuni elementi e aggiungendone altri 8 determinanti nella individuazione del grado di trasparenza di un fondo sovrano. Una crescente attenzione è stata posta sulla strategia di investimento adottate dai fondi, sul ricorso a derivati e leva finanziaria e sull'utilizzo di benchmark di mercato e rating creditizi.

Il secondo principale indicatore di trasparenza è il Linaburg-Maduell Transparency Index, sviluppato nel 2007 presso il Sovereign Wealth Fund Institute da Carl Linaburg e Michael Maduell. L'indice si basa su 10 principi essenziali che esprimono la capacità del fondo di fornire informazioni rilevanti al pubblico. L'aderenza ad ogni principio attribuisce al fondo un punteggio pari a 1 e il punteggio complessivo ottenibile dall'istituzione varia tra 0 e 1. Il Sovereign Wealth Fund Institute indica come soglia accettabile di trasparenza un punteggio pari ad 8. La quasi totalità dei fondi sovrani arabi, nonostante gli sforzi compiuti verso una maggior aderenza a best practices e norme in tema di corporate

governance, disattende ampiamente tale risultato, fatta eccezione per il fondo del Bahrain.³⁵

Tabella 2.6- Linaburg Maduell Trasparency Index

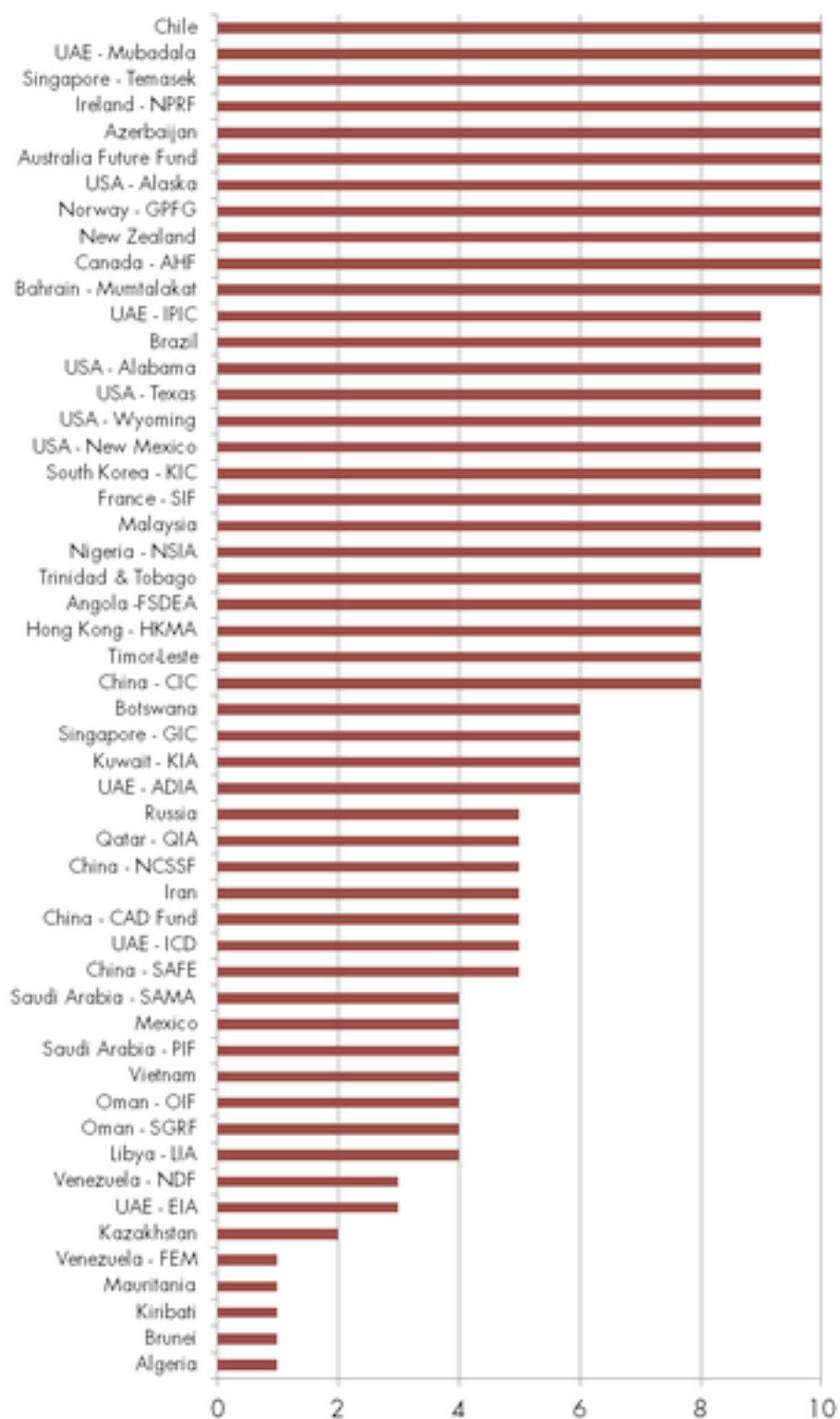
Principi informativi	Punti
Il Fondo fornisce i dati storici comprensivi degli scopi della creazione, delle origini delle risorse e della struttura proprietaria di governo	+1
Il Fondo fornisce in maniera indipendente delle relazioni annuali certificate e aggiornate	+1
Il Fondo fornisce le percentuali proprietarie e la localizzazione geografica del patrimonio	+1
Il Fondo fornisce il valore di mercato totale del portafoglio, i rendimenti del portafoglio e la remunerazione del management	+1
Il Fondo fornisce le linee guida in relazione agli standard etici, alle politiche di investimento e all'applicazione delle stesse	+1

³⁵ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 153-157.

Il Fondo fornisce in modo chiaro le informazioni sulle strategie e sugli obiettivi	+1
Se applicabile, il Fondo identifica chiaramente le controllate e le informazioni di contatto ad esse relative	+1
Se applicabile, il Fondo identifica i direttori esterni	+1
Il Fondo gestisce un proprio sito web	+1
Il Fondo fornisce l'indirizzo della sede principale e altre informazioni di contatto quali telefono e fax	+1

Fonte: SWFI, 2015

Figura 2.8- Rating del LMTI del 2014 dei diversi fondi sovrani



Fonte: SWFI, 2015

Per quanto ancora lontani dal raggiungere gli obiettivi di trasparenza indicati dal SWFI, i paesi del Golfo hanno sperimentato un significativo incremento nei punteggi assegnati dagli scoreboards dal 2007 ad oggi. Due fondi sovrani di Abu Dhabi, Mubadala e ADIA hanno conosciuto un aumento esponenziale nei punteggi ottenuti nel 2009. Il governo di Abu Dhabi ha investito nella creazione e nel mantenimento di una reputazione positiva per il fondo sovrano dell'emirato a livello internazionale, soprattutto dopo l'acquisizione del 4,9% di Citigroup da parte di ADIA.³⁶

Tabella 2.7- Confronto Scoreboards KIA, ADIA, Mubadala

Fondo	Score 2007	Score 2009	Variazione % 2007-2009	LMTI 2010
KIA	12,0	63	15	6
ADIA	0,5	11	7	3
Mubadala	3,75	59	47	10

Fonte: Bazoobandi S., The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds, 2013, p. 158

³⁶ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 157-158.

2.3.2 Il dibattito sulla regolamentazione dei Fondi Sovrani

Il dibattito in merito alla necessità di una maggiore trasparenza dei fondi sovrani è stato innescato da due proposte di acquisizioni da parte di imprese estere negli Stati Uniti. I principali azionisti di tali imprese erano fondi sovrani. Le controverse operazioni furono proposte da Chinese National Offshore Oil Company, di cui il 70% è detenuto dal governo cinese, e da Dubai Ports World, sussidiaria di Dubai World, fondo sovrano di Dubai.

Il 7 giugno 2005 la CNOOC lanciò un'offerta di 18,5\$ miliardi per acquistare la Union Oil Company of California. Tale offerta, che superava di oltre due miliardi la proposta di Chevron Oil Company, suscitò un intenso dibattito tra i politici americani. Tra i repubblicani, guidati dall'allora presidente Bush, sorsero non pochi timori in merito alla sicurezza energetica nazionale. Il clima di ostilità politica verso il governo cinese spinse CNOOC a ritirare l'offerta e consentì a Chevron di completare l'acquisizione.

Pochi mesi dopo la vicenda CNOOC, nell'agosto dello stesso anno, Dubai Ports World dichiarò di voler acquistare Peninsular and Oriental Steam Navigation Company. P&O, operatore portuale britannico, gestiva porti in diciotto paesi, inclusi i sei maggiori porti della costa orientale degli Stati Uniti. DPV notificò l'intenzione di acquistare P&O al comitato per gli investimenti esteri negli Stati Uniti, che approvò l'acquisizione. Tuttavia il congresso degli Stati Uniti si oppose fermamente all'acquisizione sottolineando il pericolo di stringere accordi commerciali con un paese esposto ad infiltrazioni terroristiche. Il 22 febbraio 2006, confermando quanto stabilito dal Comitato per gli investimenti esteri, il Presidente Bush approvò l'operazione dichiarando che non vi era alcun pericolo per la sicurezza nazionale. A causa di un emendamento sponsorizzato dal Congresso americano con l'obiettivo di riformare la legislatura e impedire il controllo dei porti americani, Dubai Ports World fu costretta a ritirare l'offerta.

Per molti decenni gli Stati Uniti hanno guardato con ansia e preoccupazione agli investimenti esteri e adottato misure protezionistiche in grado di salvaguardare gli interessi nazionali. Nel 2007 fu approvato il Foreign Investment and National Security Act per stabilire nuove prassi di valutazione degli investimenti esteri e riportare ogni decisione sotto la diretta supervisione del Congresso. Mentre gli

Stati Uniti svilupparono norme per la gestione degli investimenti esteri e la sicurezza nazionale, l'OCSE lavorava allo sviluppo di regole internazionali per gli investimenti esteri.

I principali strumenti dell'OCSE per regolare i movimenti internazionali dei capitali furono:

1. *Codes of Liberalization*: includeva *Codes of Liberalization of Capital Movements* e *Codes of Liberalization of Current Invisible Operations*, che promuovevano una liberalizzazione non discriminatoria dei movimenti dei capitali.
2. *Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises*: conteneva accordi tra i paesi membri inclusi trattati nazionali, linee guida per le imprese multinazionali, incentivi e disincentivi agli investimenti internazionali.

Anche la necessità di proteggere gli interessi nazionali rientrò tra gli obiettivi principali dell'OCSE.

Il dibattito sugli investimenti sovrani raggiunse anche l'Europa, dove la classe politica promise di mantenere l'economia aperta a tutti gli investitori, sovrani e non. Mentre l'assetto legale dell'Unione Europea consentiva agli stati di valutare gli investimenti per proteggere gli interessi nazionali, la Commissione Europea tentava di impedire ogni misura protezionistica. Nonostante l'indirizzo comune, i paesi dell'Unione Europea adottarono ciascuno diverse strategie per salvaguardare l'economia nazionale.

Il governo britannico si riservò il diritto di veto su ogni transazione, la Francia adottò controlli stringenti e misure più rigide nei settori ritenuti strategici per l'economia nazionale, la Germania introdusse norme simili a quelle previste dal Comitato per gli Investimenti Esteri degli Stati Uniti.

Furono avanzate diverse proposte in risposta al clima di ostilità e protezionismo dei paesi europei verso gli investimenti esteri, soprattutto verso la ricchezza sovrana. La spinta più incisiva ad una reale apertura ai capitali esteri arrivò nel 2008 con i Principi di Santiago e l'invito di Barroso a non contrastare gli investimenti di paesi stranieri. ³⁷

³⁷ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 149-153.

2.2.3 I Principi di Santiago (GAAP)

Il dibattito sulla regolamentazione dei fondi sovrani si concluse con l'intento di sviluppare un codice volontario di principi in grado di chiarire le decisioni di investimento, guidate da considerazioni economico-finanziarie e non politiche, di tali istituzioni. I Lavori per la stesura di un codice di condotta per i SWF iniziarono nel novembre del 2007 su iniziativa del Fondo Monetario Internazionale. Alla tavola rotonda dell'IMF parteciparono delegati di spicco delle banche centrali, ministri delle finanze e manager dei fondi sovrani di 28 paesi. Al Fondo Monetario Internazionale spettò il compito di considerare nello sviluppo dei Principi sia il punto di vista dei paesi proprietari dei fondi che dei paesi destinatari degli investimenti bilanciando esigenze e rischi di entrambi. L'allora presidente del IMF, Dominique Strauss-Khan, sottolineò l'imperativa necessità che i fondi operassero in modo coerente con la stabilità finanziaria globale. Prima del 2007 e dell'ideazione dei principi di Santiago esistevano già delle linee guide redatte dal IMF in materia di trasparenza fiscale, monetaria e finanziaria e di gestione delle riserve monetarie.

Le norme in materia di trasparenza fiscale si concentrano sulla composizione legale delle istituzioni e definiscono ruoli, obiettivi, responsabilità e informazioni da rendere disponibili. Gli standard più rilevanti ricomprendono: *the Code of Good Practices in Fiscal Transparency, Special Data Dissemination Standards, General Data Dissemination Systems and the Code of Good Practice on Transparency in Monetary and Fiscal Policies*. Tali standard sono supportati dalla *Guide on Resource Revenue Transparency and the Manual on Fiscal Transparency*.

Le linee guida per la gestione delle riserve puntano l'attenzione su ruoli, responsabilità e obiettivi delle agenzie finanziarie responsabili della gestione delle riserve. Incoraggiano poi la pubblicazione di informazioni chiare, integre e complete circa l'operatività delle istituzioni finanziarie. Una delle principali linee guida per la gestione delle riserve è rappresentata dalla *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*.³⁸

³⁸ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 158-159.

Nell'aprile del 2008 fu istituito a Washington l'IWC, *International Working Group*, a cui parteciparono 23 paesi membri del Fondo Monetario Internazionale, proprietari di SWF (tra cui l'Australia, l'Azerbaijan, il Bahrain, il Botswana, il Canada, il Cile, la Cina, la Guinea equatoriale, la Repubblica Islamica dell'Iran, l'Irlanda, la Korea, il Kuwait, la Libia, il Messico, la Nuova Zelanda, la Norvegia, il Qatar, la Russia, Singapore, Timor est, Trinidad and Tobago, gli Emirati Arabi Uniti e gli Stati Uniti d'America) ai quali si unirono l'Oman, l'Arabia Saudita, il Vietnam, l'OCED e la Banca Mondiale in qualità di osservatori permanenti.³⁹

I GAPP furono stilati dal Fondo Monetario Internazionale in accordo ai seguenti obiettivi guida per i fondi sovrani:

1. Assicurare il mantenimento della stabilità finanziaria globale e i flussi di capitali
2. Rispettare la regolamentazione e i requisiti in materia di trasparenza nei paesi destinatari degli investimenti.
3. Tenere in adeguata considerazione il rischio economico e finanziario
4. Adottare una struttura di governance trasparente e solida caratterizzata da adeguata gestione dei rischi, controlli operativi efficienti e sistemi contabili attendibili.⁴⁰

Dopo l'istituzione dei principi di Santiago, l'IWG si è trasformato in un'organizzazione di coordinamento informale e condivisione della conoscenza, ribattezzato International Forum of Sovereign Wealth Fund (IFSWF).

Molti paesi detentori di fondi sovrani hanno mostrato un impegno concreto nell'adesione ai GAPP, conducendo autovalutazione per assicurare il rispetto di quanto stabilito nei principi. Alcuni fondi, tra cui ADIA e Mubadala, hanno pubblicato i primi report annuali subito dopo l'emanazione dei GAAP rendendo note struttura di governance, strategie di investimento e obiettivi perseguiti. La stesura dei principi di Santiago ha inequivocabilmente segnato uno spartiacque nella storia dei fondi sovrani, agevolando il dialogo tra i paesi proprietari di tali organizzazioni e i paesi destinatari degli investimenti. Il cammino non si può ritenere terminato e ulteriori passi sono necessari per rendere più sicura e trasparente la gestione della ricchezza sovrana da parte dei paesi arabi, tuttavia

³⁹ Ibidem p. 159.

⁴⁰ IWG, 2008.

il 2009 ha segnato una svolta importante nella definizione degli investimenti internazionali dei fondi sovrani.

L'assenza di un'adeguata documentazione circa i reali step conseguiti dai fondi sovrani per implementare il rispetto dei principi di Santiago e la mancanza di un'organizzazione predisposta al controllo della adesione dei paesi arabi rende ancora lontano l'obiettivo prefissato da IWG e IMF. I GAPP non hanno mutato la natura intrinseca dei fondi sovrani. Il cambio di percezione degli investimenti sovrani, prima osteggiati poi incoraggiati dalle economie occidentali, non va ascritto tanto all'emanazione dei GAPP quanto alla crisi finanziaria del 2008. Il dissesto dell'economia occidentale e la necessità d'immediate iniezioni di liquidità per contrastare gli effetti della crisi hanno portato i governi di USA e Europa a guardare con occhi diversi alla ricchezza sovrana e a porre in essere misure in grado di attrarre questi nuovi investitori.

Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - Santiago Principles

- **GAPP 1. Principle**

The legal framework for SWF should be sound and support its effective operation and achievement of its stated objective(s)

- GAPP 1.1 *Sub- Principle* The legal framework for SWF should ensure the legal soundness of the SWF and its transactions.
- GAPP 1.2 *Sub- Principle* The key features of the SWF's legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and the other state bodies, should be publicly disclosed.

- **GAPP 2. Principle**

The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.

- **GAPP 3. Principle**

Where the SWF's activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.

- **GAPP 4. Principle**

There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF's general approach to funding, withdrawal, and spending operations.

- GAPP4.1 Sub- Principle the source of SWF funding should be publicly disclosed
- GAPP 4.2 Sub- Principle The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.

- **GAPP 5. Principle**

The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.

- **GAPP6. Principle**

The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives.

- **GAPP 7. Principle**

The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations.

- **GAPP 8. Principle**

The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

- **GAPP 9. Principle**

The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

- **GAPP 10. Principle**

The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.
- **GAPP 11. Principle**

An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.
- **GAPP 12 Principle**

The SWF's operations and financial statements should be audit annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.
- **GAPP 13. Principle**

Professional and ethical standards should be clearly defined and make known to the members of the SWF's governing body(ies), managemetn and staff.
- **GAPP 14. Principle**

Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow a clear rules and procedures.
- **GAPP. 15 Principle**

SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.
- **GAPP 16. Principle**

The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.
- **GAPP 17. Principle**

Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to

contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

- **GAPP 18. Principle**

The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.

- GAPP 18.1 *Sub- Principle* The Investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage
- GAPP 18.2 *Sub- Principle* The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority and the process by which they are selected and their performance monitored.
- GAPP 18.3 *Sub- Principle* A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

- **GAPP 19. Principle**

The SWF's investment decisions should aim to maximize risk adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

- GAPP 19.1 *Sub- Principle* If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.
- GAPP 19.2 *Sub- Principle* The management of a SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

- **GAPP 20. Principle**

The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.

- **GAPP 21. Principle**

SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its

investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.

- **GAPP 22. Principle**

The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages risks of its operations.

- GAPP 22.1 *Sub- Principle* The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.
- GAPP 22.2 *Sub- Principle* The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

- **GAPP 23. Principle**

The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to the clearly defined principles or standards.

- **GAPP 24. Principle**

A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.

Fonte: IWG, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008.

Capitolo 3

I Fondi Sovrani degli Emirati Arabi Uniti e dell'Arabia Saudita

Capitolo 3

I Fondi Sovrani degli Emirati Arabi Uniti e dell'Arabia Saudita

3.1 I Fondi Sovrani degli Emirati Arabi Uniti

Il governo dell'emirato più ricco degli Emirati Arabi Uniti ha istituito nel 1967 il secondo fondo sovrano dei paesi del Golfo, dopo la KIA. La scoperta di giacimenti petroliferi nei primi anni '60 incise significativamente sulla ricchezza nazionale che passò dai 75 milioni di dollari negli anni'40 a 87 milioni nel 1967. L'incremento della ricchezza rese necessaria e urgente la nascita di una istituzione governativa in grado di gestire i surplus di reddito della nazione. Nel 1967 fu pertanto fondata l'Abu Dhabi Investment Board (ADIB) come dipartimento del ministero delle finanze di Abu Dhabi con sede a Londra con l'obiettivo di gestire in modo efficiente i ricavi correlati al greggio.

Nel 1971 un'altra organizzazione governativa, l'Abu Dhabi Investment Administration fu creata per gestire la ricchezza sovrana nazionale in parallelo con ADIB ma con un maggior grado di autonomia dal ministero delle finanze. Quando poi il reddito generato dal petrolio aumentò esponenzialmente passando da 952 milioni di dollari nel 1973 a 5278 milioni nel 1974 l'Abu Dhabi Investment Administration divenne l'unica responsabile della ricchezza sovrana. Nel 1976 furono implementate le *operations* dell'organizzazione a cui fu cambiato nome diventando l'attuale Abu Dhabi Investment Authority (ADIA). Da allora divenne il principale fondo sovrano dell'emirato e beneficiò di un significativo livello di indipendenza dal ministero delle finanze. L'aumento sostenuto del prezzo del petrolio e dei ricavi connessi alla sua vendita hanno portato il governo di Abu Dhabi a creare ulteriori istituzioni di investimento che gestissero una quota minore del patrimonio generato.

Anche il governo dell'emirato di Dubai ha ricoperto un ruolo attivo nella istituzione di diversi veicoli di investimento della ricchezza nazionale. Subito

dopo Abu Dhabi, Dubai è considerato il secondo emirato più ricco ed importante sebbene le risorse naturali e l'estrazione di petrolio di Dubai siano significativamente inferiore rispetto ad Abu Dhabi¹. Per tale ragione i fondi sovrani di Dubai non sono stati finanziati esclusivamente tramite i surplus derivanti dalla vendita del greggio ma anche ricorrendo a strumenti di leva finanziaria.

Comprendere la struttura del governo federale degli Emirati Arabi Uniti è essenziale per comprendere struttura e strategie dei veicoli di investimento sovrano dei suoi due principali emirati. Gli Emirati Arabi Uniti sono una monarchia costituzionale federata di monarchie assolute di cui fanno parte 7 emirati: Abu Dhabi, Ajman, Dubai, Fujaira, Ras al- Khaima, Sharja e Umm al-Qaywayn. Ogni emirato è guidato dal proprio sceicco e gode di una significativa autonomia politica, giuridica ed economica. Ogni sceicco siede al Consiglio federale degli EAU, organo di carattere consultivo previsto dalla costituzione federale. Ad ogni sceicco è rimessa l'autorità su ogni questione non espressamente assegnata alla giurisdizione federale compresa la gestione delle risorse naturali e della ricchezza da queste generata.

Tabella 3.1- Emiri negli Emirati Arabi Uniti

Emirato	Emiro regnante	Inizio Reggenza
Abu Dhabi	Khalifa bin zayed Al Nahayan	03/11/ 2004
Ajman	Humaid V bin Rashid Al Nuaimi	06/09/1981
Dubai	Mohammed bin Rashid Al Maktum	11/02/2006
Fujaira	Hamad bin Mohammed Al Sharqi	1974
Ras al- Khaima	Saud bin Saqr al- Qasimi	27/10/2010
Sharjah	Sultan III bin muhammad al- Qasimi	1972
Umm al-Qaywayn	Saud bin Rashid Al Mu'lla	02/01/2009

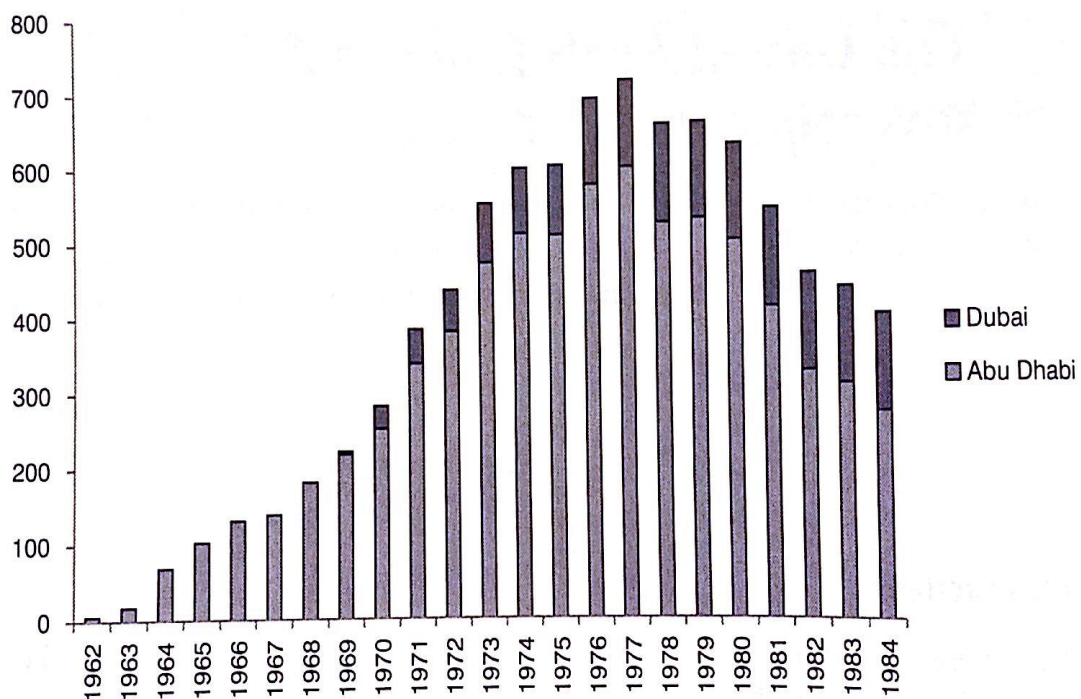
Fonte: <http://www.dubaifaqs.com/list-of-uae-emirates.php>

¹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 73-74.

La più alta autorità federale è il Federal Supreme Council (FSC) incaricato della definizione della politica a livello federale e della ratifica delle leggi federali. Abu Dhabi e Dubai detengono il potere maggiore all'interno del governo federale e tradizionalmente alla carica di presidente federale viene designato lo sceicco di Abu Dhabi. Gli Emirati Arabi Uniti hanno inoltre varie istituzioni legislative, giuridiche ed esecutive. Di norma le scelte principali sono notevolmente influenzate dalle famiglie regnanti dei principali emirati, soprattutto di Abu Dhabi determinando talvolta deficit di trasparenza nei processi di *decision-making*. A livello locale le istituzioni finanziarie soffrono di uno strutturale deficit di trasparenza che da sempre connota l'area.

Tra gli emirati arabi Abu Dhabi è il più grande coprendo l'86% dell'area e detenendo il 90% della ricchezza totale generata dal petrolio. Il secondo emirato per importanza e popolazione è Dubai che pur occupando solo il 5% del territorio ospita un terzo dell'intera popolazione federale. Dagli anni '80 la produzione petrolifera di Dubai ha subito un crollo e il governo ha implementato una transizione economica orientata a commercio e servizi tentando di eguagliare il potere finanziario di Abu Dhabi.

Figura 3.1 - Produzione petrolifera di Abu Dhabi e Dubai



Fonte: Central Bank of UAE, Statistical Bulletin (1978-1985)

3.2 I Fondi Sovrani di Abu Dhabi: ADIA, Invest AD, Mubadala

Il governo di Abu Dhabi possiede il più grande fondo sovrano tra i paesi del GCC, attraverso il quale l'emirato investe i surplus derivanti dalla vendita del petrolio. Tale fondo ha protetto l'economia di Abu Dhabi dai pericoli derivanti da un eccesso di liquidità, supportato la diversificazione economica e tutelato la ricchezza nazionale per le attuali e le future generazioni. La fiorente economia dell'emirato così come anche quelle di altri paesi del golfo soffre di un elevato tasso di inflazione e la distribuzione della ricchezza nazionale tra i cittadini sotto forma di concessione (prassi consolidata nella storia dello stato) non è più un'opzione realizzabile. Il governo di Abu Dhabi ha infatti deciso di ricorrere ai fondi sovrani per investire la liquidità in eccesso in altri asset finanziari e sostenere il processo di diversificazione economica e lo sviluppo tecnologico dei settori domestici non legati al greggio. La strategia di affrancamento dal petrolio connota intrinsecamente i fondi sovrani di Abu Dhabi e Dubai distinguendoli dai fondi di Kuwait e Arabia Saudita finalizzati principalmente alla tutela della ricchezza per le generazioni future. Dal 2011 il governo di Abu Dhabi controlla sei differenti istituzioni di gestione del reddito sovrano ciascuna caratterizzata da un principale focus di investimento². Ciò che accomuna i diversi fondi sovrani è l'origine delle risorse amministrare e lo scopo finale perseguito: tutti i fondi di Abu Dhabi sono finanziati attraverso i ricavi legati alla vendita e alla esportazione del greggio e mirano a rafforzare la posizione dell'emirato a livello regionale e internazionale. I diversi veicoli finanziari sono inoltre disegnati per diversificare l'economia nazionale riducendo i rischi legati alla volatilità del prezzo del petrolio e per assicurare prosperità alle future generazioni³.

² Al-Otaiba M. S., *Petroleum and the Economy of the United Arab Emirates*, Croom Helm, London, 1977.

³ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 75-76.

Tabella 3.2 - Principali fondi sovrani di Abu Dhabi

Nome del fondo	Descrizione	Focus settoriale
ADIA	Primo, principale e maggiore fondo sovrano dell'emirato. Investe la ricchezza nazionale in asset finanziari sui mercati internazionali sostenendo la diversificazione economica.	La gestione degli asset riguarda differenti settori
Mubadala	Fondo sovrano più recente dell'emirato ma centrale nello sviluppo dell'economia nazionale in ambito sociale e tecnologico e nel supporto al processo di diversificazione strategica.	Oil & Gas Energy & Industry Real Estate & Hospitality Infrastructure Services Aerospace Information Communication & Technology Healthcare
Invest AD	Inizialmente parte di ADIA, oggi costituisce un'entità separata concentrata sugli investimenti in Nord Africa e nella regione mediorientale.	Private Equity Real Estate Infrastructure

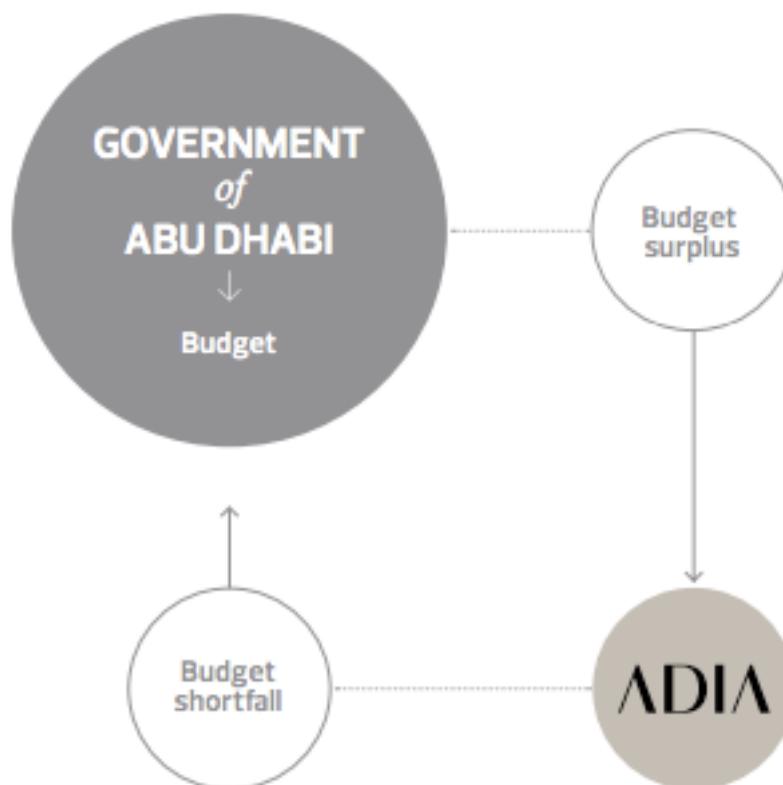
Fonte: Bazoobandi S., *The Political Economy of The Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, p. 76.

Oltre quattro quinti dell'economia emiratina deriva dalla vendita del petrolio i cui ricavi sono raccolti dalla Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) e dalle quattordici imprese che essa controlla. La società non pubblica i propri bilanci ma si stima che produca intorno ai tre milioni di barili di petrolio grezzo al giorno. In base a quanto stabilito in una concessione risalente al 1978 la ADNOC paga un

dollaro a barile, qualsiasi sia il prezzo del petrolio sui mercati, ai suoi partner nelle joint ventures come BP, Mitsui, Shell e Total. ADNOC paga poi una percentuale non dichiarata a due dei maggiori fondi sovrani dell'emirato: ADIA e Abu Dhabi Investment Council (ADIC). A differenza del Kuwait gli Emirati Arabi Uniti non hanno un programma di risparmio definito e chiaro e pertanto la politica di gestione della ricchezza sovrana può variare di anno in anno in base al prezzo del greggio e al valore del surplus accumulato.

La maggior parte dei ricavi derivanti dal petrolio è trasferita ad ADIA. I costi sostenuti da ADNOC sono notoriamente inferiori alle royalty conseguite e ai guadagni fiscali. ADNOC ha due imprese affiliate: Abu Dhabi Gas Liquefaction Company (ADGAS), joint venture tra ADNOC, Mitsui, BP e Total e Abu Dhabi Gas Industries (GASCO) joint ventures tra DNOC, Shell e Total. Le royalty pagate dalle due imprese affiliate unite ai ricavi diretti di ADNOC contribuiscono in misura rilevante alla formazione del reddito nazionale e al finanziamento del suo principale strumento di investimento, ADIA.

Figura 3.2 - Flusso dei ricavi derivanti dal petrolio



Fonte: ADIA Annual Review 2014

3.2.1 ADIA

Tabella 3.3 - Tappe di sviluppo del fondo

Anno	Evento
1967	Creazione dell'Abu Dhabi's Financial Investments Board sotto il controllo del Ministero delle Finanze (mandato assegnato a UBS, Robert Fleming, Morgan Guaranty Trust e Indosuez)
1976	Il governo emiratino decise di rendere ADIA un'organizzazione indipendente. Furono creati i seguenti dipartimenti all'interno del fondo: Equities&Bonds, Treasury, Finance and Amministration, Real Estate, Local and Arab Investments.
1986	ADIA adottò nuove strategie di investimento
1987	I dipartimenti Equities & Bonds furono distinti per regioni: Nord America, Europa e Oriente
1988	Il numero di impiegati superò le 500 unità
1989	ADIA iniziò ad investire nel Private Equity
1993	ADIA avviò un processo formale di allocazione degli asset e il numero di dipendenti raggiunse le mille unità

1997	Fu istituito il Global Private Equity Department
1998	ADIA iniziò ad investire in obbligazioni indicizzate alla inflazione
2005	ADIA iniziò a rivolgere i propri investimenti anche verso imprese small cap
2007	Si iniziò ad investire nelle infrastrutture e si spostò l' <i>headquarter</i> della autorità.
2008	ADIA fu nominata co-presidente insieme all'IMF per la stesura dei Principi di Santiago.
2009	Fu creato l'Investment Services Department e ADIA divenne membro fondatore dell'IFSWF
2011	Furono creati nuove divisioni: Indexed Funds Department, External Equity Department e Real Estate & Infrastructure Department.
2012	Furono istituiti 3 nuovi dipartimenti: HR, Central Dealing, General Services e fu lanciato un programma di formazione per neolaureati emiratini

2013	Fu riorganizzato l'Accounts Department e ristrutturato l'IT Department
2014	Disegnato nuovo modello operativo per l'Investment Department e inaugurato il Global Investment Forum

Fonte: ADIA Annual Review 2014

3.2.1.1 Storia

ADIA, il maggiore fondo sovrano di Abu Dhabi e, secondo molte valutazioni, il principale CSWF nel mondo, fu istituito nel 1976 e affidato alla supervisione del governo dell'emirato. ADIA è un'entità legale indipendente con piena capacità di agire nel perseguimento dei propri obiettivi e nell'adempimento del proprio mandato. Cinque anni dopo la sua nascita ADIA sperimentò diversi cambiamenti che ne definirono ruoli, responsabilità, proprietà e gestione in base alla legge n. 5 del 1981. In base a quanto riportato dal fondo stesso, il documento costitutivo di ADIA è la legge n. 5 e non si hanno informazioni riguardo alla preesistente struttura organizzativa. L'autorità ha sempre tenuto segreti sviluppi e cambiamenti messi in opera, ma appare chiaro che l'applicazione della suddetta legge le abbia garantito maggiore libertà e indipendenza operativa dal ministero delle finanze. Il governo ha tuttavia strettamente monitorato l'attività di ADIA pur mantenendo separati i conti del fondo rispetto a quelli governativi⁴.

Il patrimonio amministrato da ADIA è investito e gestito separatamente dagli altri veicoli d'investimento governativi con l'obiettivo esclusivo di massimizzare il profitto per assicurare la tutela della ricchezza per le future generazioni. La distinzione dalle altre forme d'investimento governative ha consentito ad ADIA di ridurre i controlli e gli obblighi informativi sia a livello domestico che

⁴ Behrendt, S., "When money talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse", Carnegie Middle East Center, Carnegie papers, No. 12, ottobre 2008.

internazionale. Il governo non ha adeguatamente definito le norme in materia di prelievi dai fondi di ADIA. Sebbene il suo statuto vieti tali procedure, lo Stato usava attingere alle sue risorse per necessità economico-finanziarie.

Nata come piccola organizzazione (ADIB), l'ADIA è cresciuta in alcune decadi divenendo la più importante istituzione di investimento del Golfo, riflettendo il nuovo ruolo di Abu Dhabi come centro turistico, energetico e culturale.

Il fondo sovrano ha un passato lungo e prestigioso nel mondo finanziario globale destinato a perdurare nel futuro.

Il dibattito politico in merito alla gestione dei fondi sovrani sorto all'indomani della crisi finanziaria 2007/2008 ha portato ADIA ad incrementare le informazioni pubblicamente disponibili. Il contributo di ADIA alla costituzione dell'International Working Group of SWF in partnership con l'FMI è stato il passo decisivo verso una riorganizzazione più trasparente delle *operations*. Nel maggio 2008, ADIA, insieme al FMI, presiedette l'IWG per dirigere i lavori che avrebbero portato alla stesura dei Principi di Santiago.

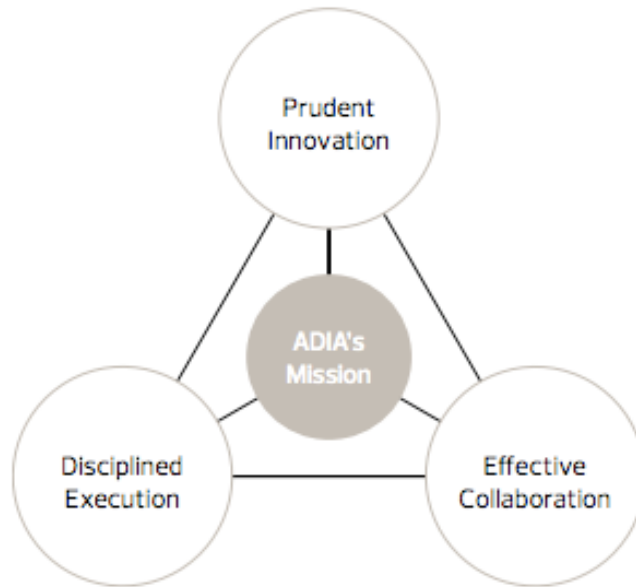
Il ruolo svolto dal fondo ne cambiò le politiche di comunicazione e nel 2009 fu pubblicato il primo report di ADIA.

Nonostante gli sforzi compiuti l'attività del fondo è ancora lontana dal rispetto completo dei principi in materia di trasparenza e informazione.

Sebbene la dimensione patrimoniale del fondo non sia chiaramente definita a causa dei deficit di trasparenza nelle informazioni riportate, non vi è dubbio che ADIA sia tra i principali fondi sovrani del Golfo. Innanzitutto la produzione di petrolio e gas naturale di Abu Dhabi non è mai stata interrotta per conflitti bellici come accaduto in Kuwait e Arabia Saudita. Secondo poi le risorse di ADIA non sono utilizzate per far fronte alle necessità governative. Per quanto la legge n. 5 stabilisca l'obbligo per il fondo di fornire al governo le risorse necessarie a preservare la ricchezza dell'emirato, la storia dello sviluppo economico di Abu Dhabi prova che non vi sono state molte occasioni in cui ciò sia accaduto (come al contrario più volte verificatosi in Arabia Saudita e Kuwait)⁵.

⁵ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 78-79.

Figura 3.3 - Mission e valori di ADIA



Fonte: ADIA Annual Review 2014

3.2.1.2 Struttura di Governance

L'organo governativo principale del fondo è il Consiglio di Amministrazione che governa le attività e i business di ADIA. È composto da un presidente, un *managing director* e otto altri amministratori, tutti funzionari governativi nominati con un *Amiri Decree* per una durata triennale rinnovabile. Il *managing director* riveste la carica di amministratore delegato responsabile della gestione, delle decisioni operative, delle politiche strategiche e incaricato di rappresentare legalmente ADIA con i terzi. L'AD è finanziariamente indipendente e ha il potere di scegliere tra le proposte d'investimento. Un comitato d'investimento (composto principalmente dai direttori di diversi dipartimenti) supporta l'AD nelle decisioni finanziarie e nella scelta dei diversi progetti. Compito principale del comitato è assicurare l'indipendenza di ADIA da ogni influenza governativa o di altri veicoli d'investimento di Abu Dhabi. La struttura del fondo prevede un dipartimento di audit interno che supervisioni le attività di vari dipartimenti e riporti all'amministratore delegato. Tale dipartimento valuta il sistema di controllo interno per garantire la sicurezza del patrimonio e per assicurare che tutte le transazioni avvengano in conformità a politiche e procedure di ADIA. Il

CDA ha al suo interno un comitato di audit dedicato cui si aggiungono due imprese esterne per la supervisione delle attività del fondo. Sia gli auditor interni che quelli esterni devono presentare i risultati delle proprie indagini al comitato di audit del CDA. La più volte proclamata indipendenza dal governo di ADIA si scontra con una composizione del CDA quasi interamente formato da esponenti della famiglia reale e figure politiche di spicco. Il presidente del CDA, dal febbraio 2012, è l'Emiro di Abu Dhabi, Sheikh Khalifa bin Zayed Al-Nahyan, anche Presidente degli Emirati Arabi Uniti. Vice-presidente del fondo è il principe ereditario di Abu Dhabi, vice-comandante delle forze armate degli Emirati Arabi Uniti, Sheikh Mohammed bin Zayed Al-Nahyan. Questi è anche Presidente dell'Abu Dhabi Executive Council, responsabile dello sviluppo e della pianificazione dell'Emirato e membro del Supreme Petroleum Council⁶. I membri del CDA non appartenenti alla famiglia reale sono eletti tra gli individui più influenti dell'emirato e scelti tra le persone più fidate di Al-Nahyan. In aggiunta ai membri ufficiali del consiglio, Sheikh Ahmed delegò un significativo potere esecutivo a Jean Paul Villain, manager francese. Questi ricoprì un ruolo primario nella definizione della strategia d'investimento e nella gestione del patrimonio del fondo. Villain si unì ad ADIA nel 1982 e ottenne presto la fiducia della famiglia reale che gli consentì di divenire membro dell'Abu Dhabi Commercial Bank dal 2004 e del Comitato d'Investimento dell'Abu Dhabi Benefits and Retirement Fund. Il nesso inscindibile tra ADIA e l'élite politica dell'Emirato, ha spinto nel 2008 Yousef Al-Otaiba, direttore degli affari internazionali, a scrivere una lettera aperta al segretario del tesoro statunitense e ad altre personalità del mondo della finanza occidentale in cui sottolineava l'indipendenza del fondo dalle politiche governative e l'assenza di qualsiasi volontà di trasformare ADIA in uno strumento politico.

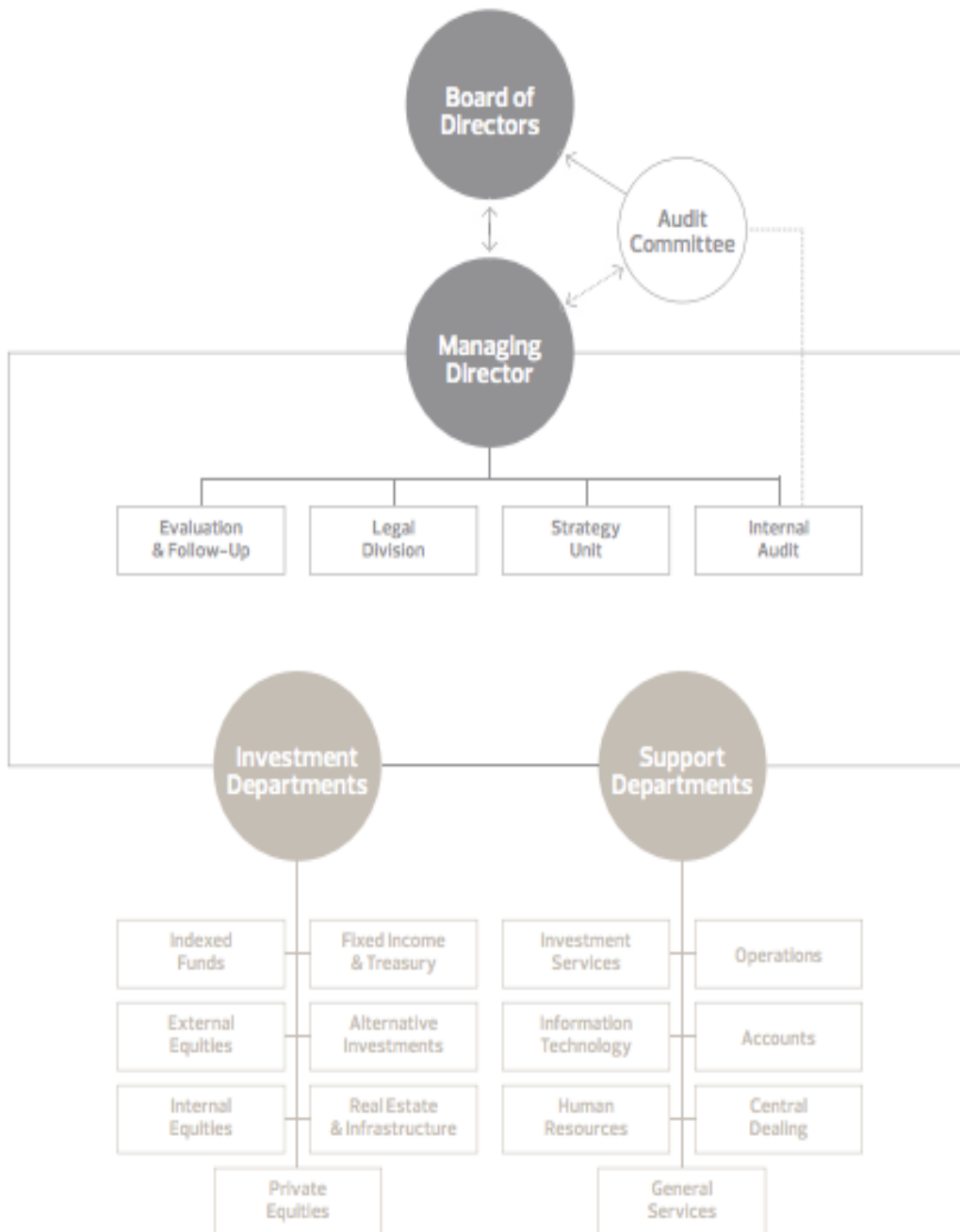
Il governo di Abu Dhabi si sta impegnando per trasformare l'emirato in un *hub* regionale energetico, finanziario e culturale. Tale transizione richiede che le istituzioni governative abbiano un buon *track-record* e che l'economia nazionale sia adeguatamente sviluppata. ADIA riveste indubbiamente un ruolo centrale in

⁶ Burke E., Bazoobandi S., *The Gulf Takes Charge in The MENA Region*, Working Paper n. 97, FRIDE a European think tank for global action, aprile 2010.

tale processo attraverso gli investimenti in diverse istituzioni finanziarie occidentali e la partnership con il Fondo Monetario Internazionale per costituire l'IWG, entrambi finalizzati a rafforzare la reputazione a livello globale di Abu Dhabi. Fino ad oggi ADIA non ha adottato alcuna misura per trasformare il suo potere finanziario in strumento politico e appare lontana dal farlo anche in futuro. Non di meno le decisioni strategiche attraverso cui supporta l'agenda governativa nella costruzione di una nuova identità e credibilità a livello regionale e globale potrebbero non rientrare esclusivamente tra gli interessi economici dell'organizzazione. In altre parole, sebbene la governance di ADIA sia focalizzata sulla massimizzazione del profitto commerciale, il fondo ha lavorato attivamente in conformità alle maggiori strategie economiche e politiche del governo⁷.

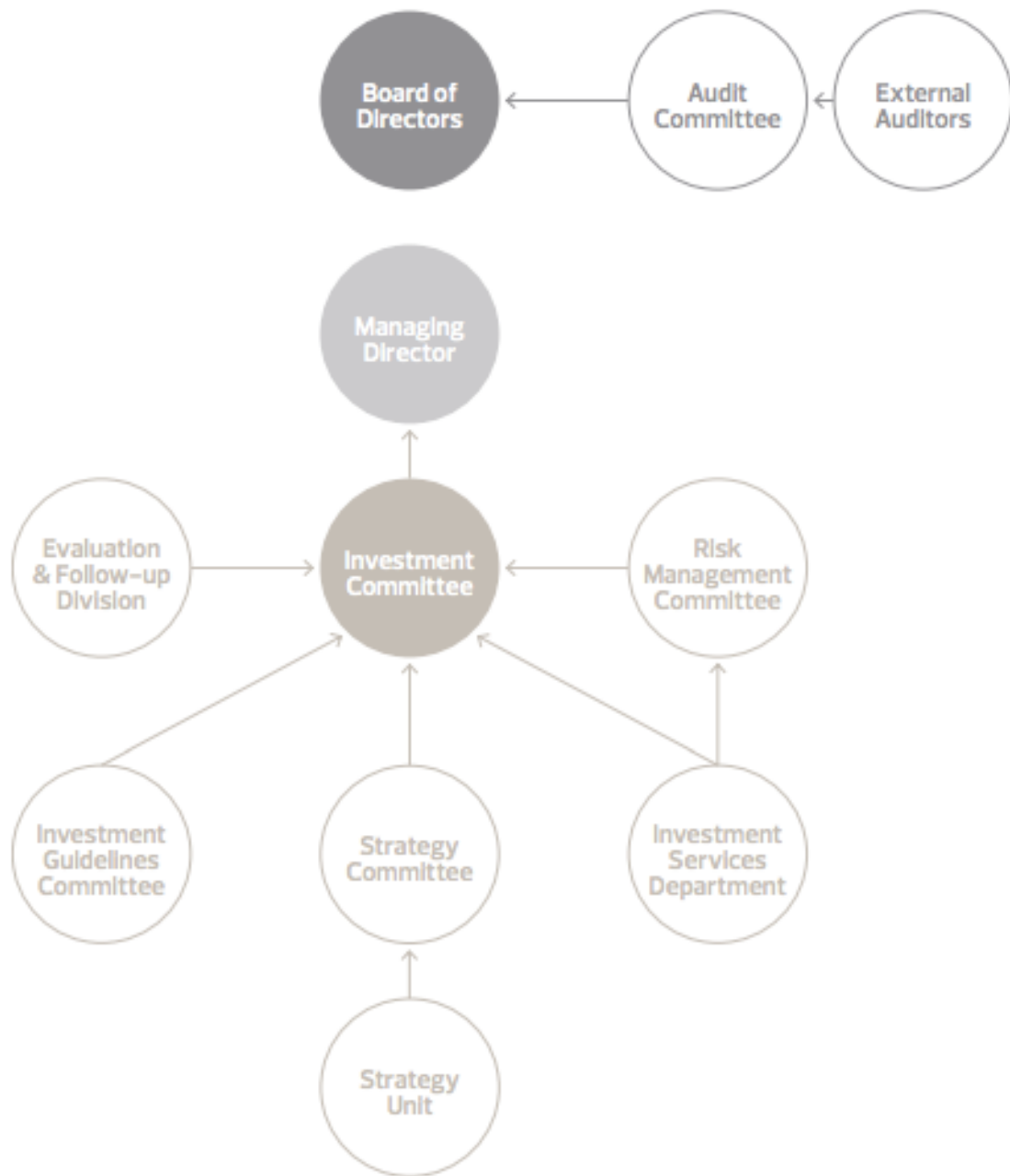
⁷ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 81-84.

Figura 3.4 - Struttura organizzativa del fondo



Fonte: ADIA Annual Review 2014

Figura 3.5 – Governance di ADIA



Fonte: ADIA Annual Review 2014

Nei primi anni '90, gli Emirati Arabi Uniti sperimentarono il maggior scandalo finanziario in cui la Bank of Credit and Commerce International perse centinaia di milioni di dollari. ADIA deteneva il 10% delle azioni e lo scandalo le causò gravi danni finanziari e reputazionali. La BCCI era un'impresa registrata in Lussemburgo che chiuse i battenti nel 1991 a causa di un'imponente frode finanziaria. La controversa storia della banca iniziò nei primi anni '80 come risultato del trasferimento del quartier generale da Londra a Abu Dhabi. Nel 1990, Sheik Zayed al-Nahyan, azionista della banca, aveva acquistato il 77% delle azioni e pianificato di ristrutturare l'organizzazione. Un'inchiesta commissionata dalla Bank of England scoprì una frode aggravata perpetrata dalla banca nello stesso anno. Fu richiesta la chiusura di molte succursali della BCCI in tutto il mondo e ciò ebbe impatti disastrosi sul settore finanziario emiratino. La banca aveva £ 5.6mld di deficit al momento della cessazione dell'attività. Nel 1991, la BBC definì lo scandalo la più grande frode finanziaria di tutti i tempi. Il governo di Abu Dhabi affermò più volte di essere vittima della frode e non suo artefice. Tuttavia a causa del gran coinvolgimento governativo nell'attività della banca, la reputazione del sistema bancario nazionale scontò pesanti effetti negativi dello scandalo per diverso tempo. Il danno reputazionale ebbe dimensione anche individuale colpendo i membri di spicco della famiglia reale coinvolti nella frode bancaria e, allo stesso tempo, manager del fondo sovrano. Due figure chiave implicate nelle operazioni della banca furono il banchiere pachistano Agha Abedi, uno dei fondatori della banca, e Ghanim Al-Mazroui, cittadino emiratino e adviser finanziario di Sheik Zayed per più di 15 anni. Al-Mazroui fu segretario generale di ADIA al tempo dello scandalo e membro del CDA della BCCI.⁸ I due uomini furono pesantemente coinvolti nella creazione e gestione di un network di fondazioni, aziende e veicoli d'investimento per la famiglia reale di Abu Dhabi finanziate dalla BCCI. La banca gestiva diversi conti per il governo di Abu Dhabi e forniva servizi personali alla famiglia regnante con cui mantenne sempre una solida relazione. La famiglia Al-Nahyan fu implicata nelle indagini sebbene non vi fossero accuse contro di loro. Dodici figure executive di BCCI furono incarcerate nel 1994. Le indagini per il governo di Abu

⁸ Kerry J., Brown H., *The BCCI Affair: A Report to the Committee on Foreign Relations*, 1992.

Dhabi continuarono anche dopo la chiusura della banca come risultato dell'arresto di Al-Mazroui, presto rilasciato e messo a capo del gruppo di lavoro incaricato delle indagini nei confronti della stessa banca. Ciò suscitò clamore e indignazione a livello internazionale. Lo scandalo della BCCI influenzò profondamente la strategia e la governance di ADIA. Conseguenza più significativa di tale esperienza fu il rafforzamento dell'opacità connotante l'attività del fondo sovrano. L'assenza di trasparenza divenne meccanismo di difesa per proteggere la reputazione dell'organizzazione e della famiglia regnante da ulteriori potenziali crisi. Il coinvolgimento stesso dei reali e dell'élite politica emiratina nella gestione di ADIA potrebbe essere anch'essa conseguenza dello scandalo. Tali politiche potrebbero essere applicate per evitare di assegnare posizioni cruciali a manager esterni non legati da un vincolo di lealtà all'emirato⁹.

3.2.1.3 Strategia d'investimento

La strategia d'investimento adottata dal fondo, frutto di diversi decenni di esperienza, mira a garantire rendimenti stabili e sostenuti nel lungo periodo compatibili con livelli di rischio accettabili e prefissati. Il processo di investimento messo in atto dal fondo si compone di diversi elementi:

1. *Investment Objective*: investire i fondi per conto del governo di Abu Dhabi e rendere disponibili le risorse finanziarie per preservare la ricchezza dell'emirato.
2. *Asset Allocation*: determinare un benchmark neutrale e strategico per l'intero portafoglio. Scegliere un'appropriata combinazione di asset in grado di massimizzare i rendimenti entro livelli di rischio accettabili e tenendo conto delle esigenze di liquidità.
3. *Create Mandates*: allocare le risorse affidando mandati di gestione degli asset.
4. *Define Benchmark*: determinare gli obiettivi per ogni mandato di investimento, raggiungibili e compatibili con le caratteristiche degli asset.

⁹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 85-87.

5. *Create Guideline*: definire linee guida di gestione per i manager che definiscano obiettivi e vincoli di ciascun investimento.
6. *Execution*: mettere in campo il team più qualificato per implementare la strategia di investimento generale¹⁰.

Figura 3.6 – Strategie d’investimento di ADIA



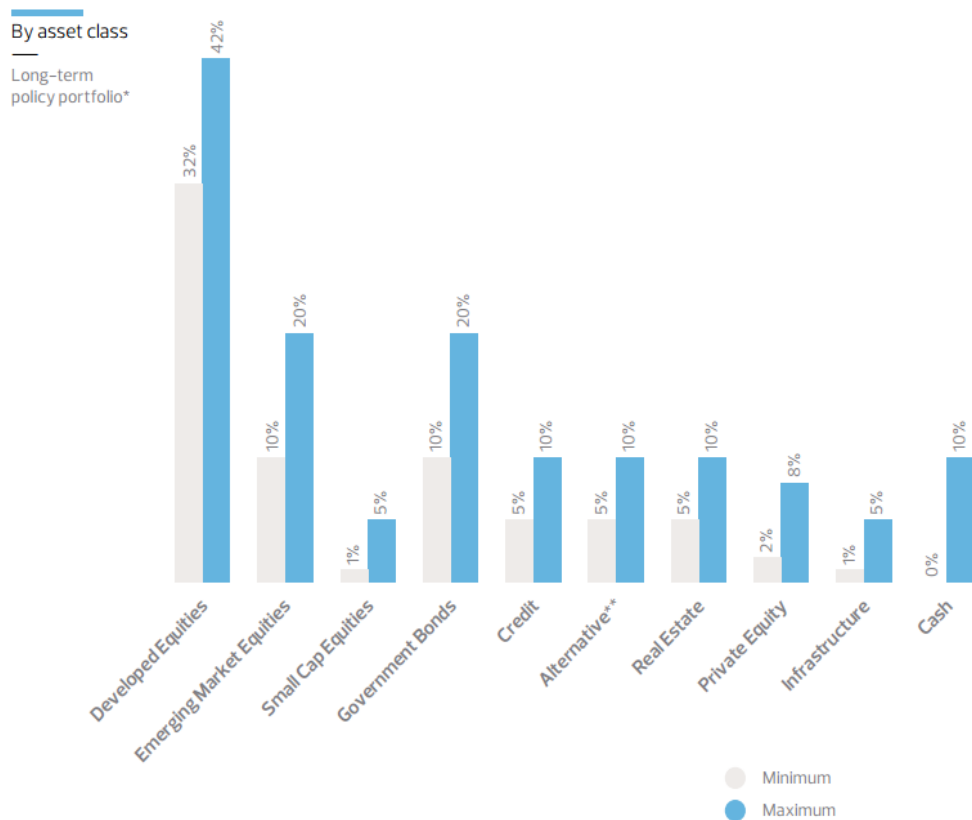
Fonte: ADIA Annual Review 2014

ADIA gestisce un portafoglio d’investimenti globale e diversificato in oltre due dozzine di asset class e sotto-categorie. In base ai dati riportati dall’ADIA Annual Review del 2014 la maggior parte del portafoglio è allocata nei mercati azionari delle economie sviluppate. Gli investimenti azionari sui mercati emergenti e quelli in titoli governativi occupano ciascuno un range tra il 10% e il 20%. Al mercato del credito e al Real Estate è assegnata una percentuale tra il 5% e il 10%

¹⁰ ADIA Annual Review 2014.

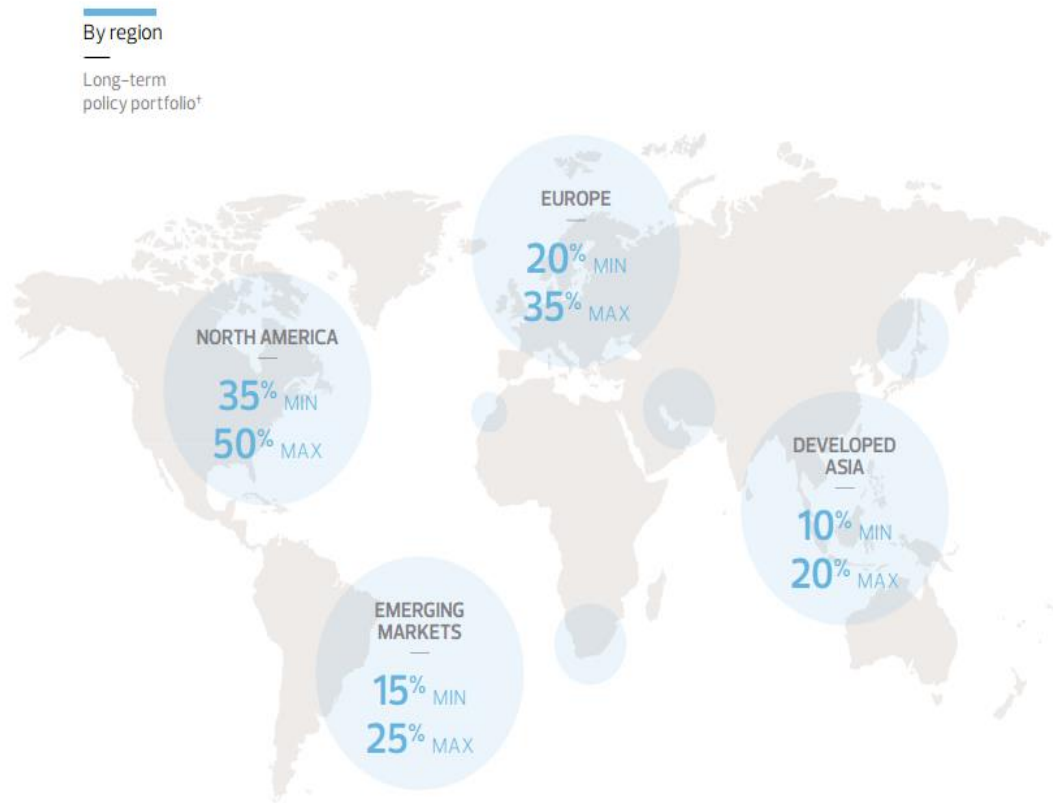
ognuno. Al Private Equity è destinata una quota tra il 2% e l'8%; alle imprese small cap e alle infrastrutture tra l'1% e il 5%, alla liquidità tra lo 0% e il 10%.

Figura 3.7 – Composizione del portafoglio per asset class



Fonte: ADIA Annual Review 2014

Figura 3.8 – Composizione del portafoglio per regione



Fonte: ADIA Annual Review 2014

L'allocazione geografica del fondo, come mostrato nella figura 3.8, privilegia le economie sviluppate. La maggior parte delle risorse di ADIA è investita in Nord America per una quota che oscilla tra il 35% e il 50%. Dopo Stati Uniti e Canada è l'Europa il canale preferenziale degli investimenti del fondo sovrano che alla regione destina tra il 20% e il 35% della sua ricchezza. Minore la quota ai mercati emergenti sud americani (tra il 15% e il 25%) e alle economie asiatiche (tra il 10% e il 20%).

Gli investimenti di ADIA sono gestiti da specifiche unità d'investimento, responsabili di costruire e amministrare i diversi portafogli in base a parametri predefiniti attraverso il processo di *asset allocation*. Le unità che investono in diversi asset class a livello internazionale sono dotate di potere discrezionale nell'origine e nella valutazione delle proposte di investimento¹¹.

¹¹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, p. 87.

Figura 3.9 – Dipartimenti di ADIA



INVESTMENT DEPARTMENTS

- Indexed Funds
- Internal Equities
- External Equities
- Fixed Income & Treasury
- Alternative Investments
- Real Estate & Infrastructure
- Private Equities

Fonte: ADIA Annual Review 2014

Gli investimenti sono gestiti da specifici dipartimenti all'interno di ADIA:

1. **External & Internal Equities:** tale dipartimento è responsabile della maggior parte degli investimenti azionari sia nei mercati sviluppati che emergenti. L'allocazione di risorse in tali asset class avviene in modo diretto (Internal Equity) o attraverso gestori esterni (External Equity). ADIA ha affidato oltre 60 mandati di gestione indiretta del proprio patrimonio.
2. **Private Equity:** rappresenta l'8% del patrimonio investito. Gli investimenti in PE del fondo sono iniziati nel 1989 con la focalizzazione sui Primary Funds, Secondary Funds e Distressed Funds.
3. **Real Estate:** rappresenta il 10% della ricchezza del fondo. Gli investimenti sono realizzati attraverso un approccio collaborativo che include Joint Venture con investitori locali e il ricorso a manager di altri fondi.
4. **Alternative Investments:** rappresenta il 10% del portafoglio di ADIA. tale dipartimento è responsabile di investimenti in tre principali asset class: futures, hedge funds e commodities.

5. Fixed Income & Treasury: dopo il mercato azionario, la maggior parte del patrimonio di ADIA è investita in strumenti a reddito fisso (fino al 20%). Tali asset sono gestiti sia internamente che attraverso il ricorso a gestori esterni. Oltre al mercato monetario, gli investimenti del dipartimento possono essere raggruppati in quattro categorie: Global Government Bonds, Global Inflation-linked Bonds, Emerging Markets Bonds, Global Investment-grade credit.
6. Infrastructure: forma la parte più piccola del portafoglio di ADIA (fino al 5%). Il fondo sovrano è entrato nel mercato delle infrastrutture nel 2007 mantenendo sempre un approccio relativamente prudente. Obiettivo di tale investimento è assicurare adeguati e stabili rendimenti e flussi di cassa. Il dipartimento si rivolge principalmente ai mercati sviluppati, mantenendo però un occhio sempre attento alle possibili opportunità presentate dalle economie emergenti¹².

3.2.1.4 Gestione del rischio

La gestione del rischio ricopre un ruolo centrale nei processi decisionali quotidiani e nella definizione strategica del fondo. In conseguenza degli esiti della crisi finanziaria del 2008, ADIA, come molti altri fondi sovrani del Golfo, ha implementato la vigilanza, le procedure di risk management e le strategie di diversificazione. L'amministratore delegato del fondo è responsabile dei programmi di monitoraggio e attenuazione del rischio, con il supporto di vari comitati interni¹³.

Il sistema di gestione del rischio di ADIA è strutturato per consentire il monitoraggio nelle fasi pre-trade e post-trade ed è distinto in quattro principali categorie:

1. Rischio di regolamento: un'apposita funzione di controllo delle *operations* è disegnata per identificare il rischio operativo.

¹² Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, p. 88.

¹³ Behrendt, S., *Managing Arab Sovereign Wealth in Turbulent Times- and Beyond*, Carnegie Middle East Center, Carnegie papers, No. 16, aprile 2009.

2. Rischio di continuità aziendale: include un'adeguata formazione per lo staff e il management a tutti i livelli organizzativi, oltre allo sviluppo e alla regolare revisione dei piani di continuità aziendale.
3. Rischio reputazionale: tutti i dipendenti di ADIA devono aderire al codice etico e agli standard di condotta professionale strutturati per risolvere potenziali conflitti d'interesse e coprire diverse aree, tra cui insider trading e fuga di notizie.
4. Rischio legale: funzionari, avvocati e dipendenti ad ogni livello lavorano a stretto contatto con i dipartimenti front-office per assicurare l'aderenza ai cambiamenti normativi e regolamentari dei mercati¹⁴.

3.2.2 Invest AD: storia, struttura, governance e strategia di investimento

Invest AD è uno dei più piccoli fondi sovrani dello stato di Abu Dhabi istituito con ratificazione di un *Amiri Decree* del 1977. Inizialmente il fondo fu denominato Abu Dhabi Investment Company per assumere il nome attuale nel 2009. Invest AD crebbe e si consolidò in tre decenni di attività come impresa di investimento del governo emiratino. Inizialmente operò sotto l'egida della più grande ADIA e dal 2007 ottenne un nuovo mandato di gestione di fondi di terzi da amministrare insieme agli asset affidati al fondo dal governo di Abu Dhabi. Nello stesso anno Invest AD si affrancò dal patrocinio di ADIA per passare sotto il Controllo dell'ADIC e allineare la propria strategia operativa con l'Abu Dhabi 2030 Vision. Non più legata ai destini del fondo nel 2009 ADIA smise di investire a livello locale.

Invest AD attualmente investe in molti paesi mediorientali e in diverse regioni nord africane focalizzandosi su tre aree principali: asset management, private equity e proprietary investments. Il processo di *rebranding* della società fu un passo cruciale nello sviluppo di Invest AD e riflesse l'evoluzione del suo business model. Dal 2007 il fondo iniziò fornire un nuovo *range* di servizi a investitori terzi e la nuova identità servì a sottolineare tale cambiamento.

¹⁴ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 88-89.

Tra i servizi di gestione patrimoniale offerti da Invest Ad vi è l'accesso al mercato dei capitali in Medio Oriente e nelle emergenti economie africane attraverso fondi azionari e servizi di sub-advisor ai manager degli altri fondi.

Invest AD amministra il proprio patrimonio attraverso più fondi, ciascuno caratterizzato da uno specifico focus geografico:

1. UAE Total Return Fund: fondo strutturato per consentire agli investitori l'accesso ai principali mercati azionari degli Emirati Arabi Uniti. .
2. Emerging Africa Fund: tale fondo investe principalmente sui mercati azionari in Nigeria, Marocco, Egitto, Kenya, Mauritius, Botswana, Ghana, Zambia, Namibia, Tunisia, Algeria, Uganda e Tanzania e in titoli azionari di imprese quotata alla Bourse Regionale des Valeurs Mobilières su cui sono negoziate le azioni di società della Costa d'Avorio, del Benin, del Burkina Faso, del Niger, del Mali, del Senegal.
3. GCC Focus fund: Fondo fiduciario di investimento che destina almeno il 70% del proprio patrimonio a imprese quotate nei paesi del GCC
4. Iraq Opportunity Fund: fondo che investe in diverse aree della economia irachena e soprattutto nel settore bancario che si ritiene destinato ad espandersi per la crescente richieste di finanziamenti da parte di piccole e medie imprese.
5. Lybia Opportunity Fund: fondo di investimento attivo tra le imprese quotate in Libia in diversi settori tra cui bancario, immobiliare, delle infrastrutture e delle telecomunicazioni¹⁵.

Il principale organo governativo di InvestAd è il Consiglio di Amministrazione, presieduto da diversi esponenti della famiglia reale e da uomini di fiducia dell'emiro di Abu Dhabi. Dal 2008 alla guida del fondo vi è il CEO Al-Kudsi, che aveva maturato esperienza diretta lavorando per ADIA e altre istituzioni di investimento¹⁶.

¹⁵ InvestAD Annual Report 2013.

¹⁶ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 90-91.

Tabella 3.4 - CDA di InvestAD

Nome	Posizione
Khalifa M.Al- Kindi	Presidente
Nasser A. Al- Sowaidi	Vice Presidente
Khalifa Al- Suwaidi	Membro CDA
Mohamed Ali A. Al- Dhaheri	Membro CDA
Khalaf S.Al- Dhaheri	Membro CDA
Salem M. Al Ameri	Membro CDA
Hashem F. Al- Kudsi	Membro CDA
Salem Mohamed Al- Ameri	Presidente Comitato Audit
Abdirizak Ali Mohamed	Membro Comitato Audit
Clive Gallier	Membro Comitato Audit

Fonte: InvestAd, 2015

3.2.3 Mubadala Development Company: storia, governance e strategia di investimento

Mubadala Development Company è un fondo sovrano di proprietà governativa istituito nel 2002 focalizzato sugli investimenti capital intensive a lungo termine in grado di assicurare solidi benefici finanziari e sociali all’Emirato di Abu Dhabi. Il fondo ricorre spesso a partnership con imprese leader a livello globale per facilitare il trasferimento di conoscenza ed esperienza all’Emirato. In un messaggio pubblicato nel bilancio 2008 dell’organizzazione, il Presidente Sheikh Muhammad bin Zayed ha sottolineato il ruolo di Mubadala nel processo di diversificazione economica di Abu Dhabi grazie al supporto paziente e solido dei suoi azionisti¹⁷.

Il termine Mubadala, espressione araba per indicare “scambio, accrescimento”, sintetizza in modo chiaro ed efficace la mission dell’istituzione, creata con l’obiettivo di investire in imprese estere per trasferire know how e conoscenza

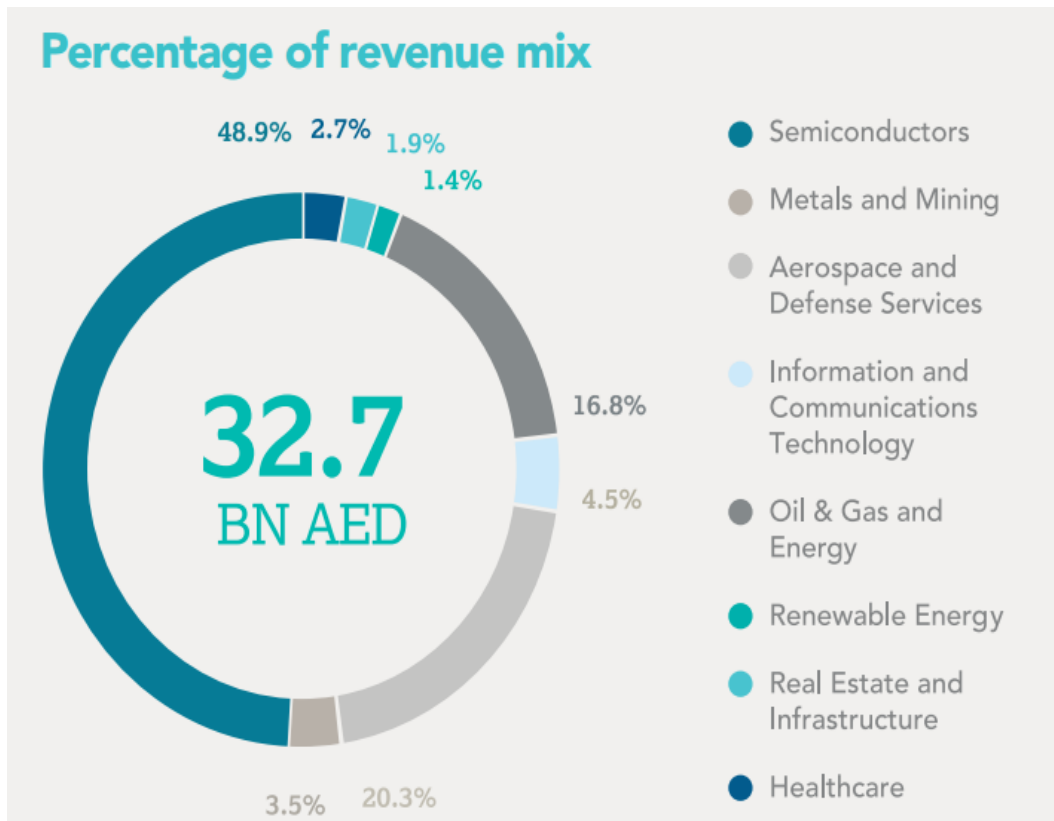
¹⁷ Mubadala 2008 Annual Report, p. 9 – Disponibile a:
https://www.mubadala.com/generic/download?file=Annual_Report_2008.pdf&id=1074

ad Abu Dhabi. Il coinvolgimento nello sviluppo sociale dell'Emirato è tra gli scopi primari della strategia istituzionale di Mubadala. In accordo al suo mandato ogni investimento del fondo deve dimostrare di contribuire allo sviluppo economico e sociale di Abu Dhabi e l'attitudine di incrementare il settore tecnologico. Nell'adempiere al suo ruolo di motore della crescita economica dell'Emirato, Mubadala investe in una pluralità di asset diversificati per settore e area geografica.

Il fondo sovrano è strutturato nelle seguenti business unit:

1. Oil & Gas: risponde alla volontà di far leva sulle relazioni tecniche, commerciali e intergovernative, di espandere le attività regionali e rendere Mubadala un'impresa competitiva a livello globale nei settori Oil & Gas e Energy & Petroleum.
2. Energy & Industry: risponde alla strategia di capitalizzare le risorse naturali di Abu Dhabi, di sviluppare infrastrutture legate all'energia e di costruire un settore industriale orientato all'export.
3. Real Estate & Hospitality: l'unità mira a sviluppare un mercato immobiliare residenziale e commerciale e investire in hotel di lusso per incrementare l'appeal turistico di Abu Dhabi.
4. Infrastructure: tale unità mira a sviluppare e investire in infrastrutture, specialmente nel ramo sanitario ed educativo.
5. Aerospace: l'unità mira a stabilire e sviluppare l'industria aerospaziale ad Abu Dhabi.
6. ITC: l'unità si focalizza sulla creazione di cluster ITC.
7. L'unità mira a rafforzare l'infrastruttura sanitaria privata.
8. Key Initiatives / Investments: l'unità mira a rendere Abu Dhabi centro leader a livello mondiale per l'energia rinnovabile.

Figura 3.10 – Ripartizione ricavi per settore



Fonte: Mubadala 2014 Annual Report

Più del 50% del patrimonio è investito in Medio Oriente a differenza di quanto accade nella maggior parte dei fondi sovrani del Consiglio di Cooperazione del Golfo. Molti fondi Arabi, tra cui KIA e ADIA hanno incrementato le risorse destinate al sostegno dell'economia interna solo all'indomani degli esiti disastrosi della crisi finanziaria del 2008. La maggior parte dei GSWF ha finanziato gli istituti di credito e le principali banche occidentali mitigando in parte gli effetti della crisi. La strategia di Mubadala si è sempre discostata dagli obiettivi perseguiti dalla maggior parte dei fondi sovrani dell'area mediorientale rispondendo al mandato sociale che la connota. Mubadala, per facilitare il trasferimento di know how e tecnologia ad Abu Dhabi ha sempre preferito investimenti in joint venture piuttosto che acquisizioni azionarie. Il fondo ha molto spesso agito da investitore attivo influenzando la gestione del business. Tra i settori in cui opera Mubadala vi è anche il ramo immobiliare che risponde all'esigenza di Abu Dhabi di porsi come competitor forte e diretto di Dubai nella leadership del turismo esclusivo. A partire dal 2010 gli investimenti in campo

immobiliare si sono ridotti per frenare il pericolo di un eccesso di offerta in grado di abbattere i prezzi di vendita e di affitto degli immobili di Abu Dhabi, come previsto dall'Abu Dhabi Urban Planning Council nel 2010¹⁸.

Come accade anche negli altri fondi sovrani di Abu Dhabi, governance e gestione di Mubadala sono caratterizzate dalla pervasiva presenza di esponenti della famiglia reale. Cinque dei sette membri del CDA di Mubadala sono anche membri del Consiglio Esecutivo di Abu Dhabi. Il CDA è presieduto dal principe di Abu Dhabi Sheikh Mohammad bin Zayed al-Nayan. La presenza di diversi esponenti dell'élite politica emiratina negli organismi di governance del fondo rafforza il legame e il coordinamento tra la strategia del governo e quella di Mubadala. La composizione del portafoglio di investimento di quest'ultima rientra chiaramente all'interno dei piani di sviluppo governativi espressi nell'Abu Dhabi Economic Vision 2030.

Lo storico legame tra la struttura di governance di Mubadala e la classe politica di Abu Dhabi è il risultato diretto del nesso forte tra la creazione del fondo sovrano e l'*offset strategy* perseguita da Sheikh Mohammed bin Zayed al-Nahyan. Tale strategia mirava a ridisegnare contratti di acquisizione con imprese estere a favore del governo di Abu Dhabi. Il suddetto legame ha reso il fondo uno strumento forte sia per ridisegnare l'economia politica di Abu Dhabi, che per accrescere l'influenza di Sheikh Mohammed nell'élite politica dell'Emirato. Le lotte di potere intestine alla classe dominante di Abu Dhabi sono riflesse nella composizione dei consigli di amministrazione dei veicoli di investimento governativi dell'Emirato e sono storicamente più evidenti e intense ad Abu Dhabi rispetto agli altri Emirati¹⁹.

¹⁸ Abu Dhabi Urban Planning Council, *Abu Dhabi Economic Vision 2030*, 2010, disponibile a: <http://www.upc.gov.ae/template/upc/pdf/abu-dhabi-vision-2030-revised-en.pdf>

¹⁹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 91-96.

3.3 Emirates Investment Authority

Alla fine del 2007 fu annunciata la creazione di un nuovo fondo sovrano a livello federale negli emirati arabi uniti: l'Emirates Investment Authority (EIA). L'organizzazione è responsabile degli investimenti governativi degli Emirati Arabi Uniti. In base alla legge federale ognuno dei sette emirati è legittimato a gestire la propria ricchezza indipendentemente. Abu Dhabi, l'emirato più grande e ricco della federazione, ha tradizionalmente utilizzato i surplus derivanti dal petrolio in autonomia destinandone una piccola percentuale agli altri emirati sotto forma di sussidi, estensione del debito e concessioni. EIA è stata istituita con lo scopo di rendere più efficiente il sistema di gestione di ricchezza a livello federale e potrebbe portare ad una maggior cooperazione tra le famiglie regnanti e l'élite politica dei diversi emirati. L'organo governativo di EIA è il consiglio di amministrazione composto da otto membri e presieduto da Sheikh Mansour bin Zayed Al- Nahyan, già amministratore di ADIA. Il quartier generale del fondo si trova a pochi passi dall'iconico edificio di ADIA ad Abu Dhabi. Nonostante le scarse informazioni rilasciate dal fondo federale, è probabile che Abu Dhabi, il maggior finanziatore di EIA, detenga anche la partecipazione di controllo. La governance di EIA è dominata da figure di rilievo di Abu Dhabi e Dubai. Sebbene lo scopo del fondo federale fosse includere tutti gli emirati della regione, i più piccoli e meno ricchi tra questi non sono stati coinvolti realmente nella gestione e nei processi decisionali. La copertura mediatica e la pubblicità sul fondo sono state molto scarse per decisione delle autorità emiratine e per la volontà di mantenere un basso profilo. Anche le informazioni in merito all'attività di investimento sono limitate. Nel 2011, Paul Oilver, Treasury Director di EIA, dichiarò ad Arabian Business che il fondo ricercava opportunità che supportassero il governo federale nella creazione di un hub finanziario e nel sostegno alla salute, all'educazione e a iniziative di beneficenza. Nel tempo EIA si è dimostrata in linea con la visione di sviluppo federale degli Emirati Arabi, focalizzata su finanza, istruzione e salute. Mubadala costituisce un grande esempio dell'enfasi risposta dal governo di Abu Dhabi sulla necessità di incrementare tali settori. La decisione di EIA di replicare le medesime strategie

di investimento sottolinea gli sforzi federali di creare una strategia di investimento coerente tra gli Emirati²⁰.

Tabella 3.5 – Fasi di sviluppo di EIA

Data	Evento
13 novembre 2007	EIA viene istituita con decreto reale.
9 gennaio 2008	Viene nominato il CDA
23 marzo 2008	Prima assemblea del CDA
1 giugno 2008	Seconda assemblea del CDA e nomina di Rashid Mubarak Al-Mansouri come AD
21 luglio 2008	Primo investimento in obbligazioni di First Gulf Bank

Fonte: <http://www.taighde.com>

²⁰ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 96-98.

Tabella 3.6 – Senior Management di EIA

Nome	Ruolo in EIA	Altri incarichi
Sheikh Mansour al-Nahyan	Presidente	Direttore di ADIA Presidente di PIC Ministro degli Affari Presidenziali di Abu Dhabi
Mohammed Abdullah Al-Gergawi	Vice-presidente	Ministro degli Affari Interni
Rashid Mubarak Al-Mansouri	CEO	Membro del Consiglio della Central Bank of U.A.E.
Khadem Al-Qubaisi	Amministratore	Direttore di International Petroleum Investments
Soud Ba'alawi	Amministratore	Presidente Dubai Group
Abdul Hamid Saeed	Amministratore	Presidente Assel Finance
Hashim Al-Dabl	Amministratore	CEO Dubai Properties
Eisa Al-Suwaidi	Amministratore	Direttore Far East Equities di ADIA Presidente Arab Banking Corporation

Fonte: <http://www.eia.gov.ae/>

3.4 I Fondi Sovrani di Dubai: Dubai World, Dubai Holding, Investment Corporation of Dubai

Come Abu Dhabi, anche il governo di Dubai ha istituito vari organismi d'investimento. Tali veicoli sono caratterizzati da un significativo ricorso al credito e da un intensivo utilizzo della leva finanziaria. I fondi non sono pienamente finanziati attraverso i ricavi generati dall'esportazione di petrolio come accade per i SWF di Abu Dhabi. Pur discostandosi in parte dalla definizione tradizionale di fondo sovrano arabo, le istituzioni di Dubai presentano numerose caratteristiche che le qualificano come tali. Sebbene il governo di Dubai abbia deciso di finanziare i propri fondi ricorrendo alla leva finanziaria, il petrolio è a lungo rimasto la principale risorsa dell'emirato. La produzione petrolifera a Dubai è iniziata alla fine degli anni '60, raggiungendo il picco massimo tra gli anni '70 e '80 e divenendo la fonte di reddito nazionale. I fondi sovrani di Dubai sono stati istituiti per incrementare e preservare la ricchezza per le future generazioni, come la KIA e ADIA, e per contribuire al processo di diversificazione economica e all'affrancamento dal petrolio.

Dubai ricopre un ruolo centrale all'interno del governo federale degli Emirati Arabi Uniti, ed è l'unico competitor di Abu Dhabi nella supremazia politica ed economica della regione. I fondi sovrani di Dubai, così come quelli di Abu Dhabi, svolgono e svolgeranno sempre più una funzione nodale per lo sviluppo degli Emirati Arabi Uniti. A causa delle limitate risorse petrolifere dell'area il governo di Dubai ha incoraggiato flussi di investimento esteri e sviluppato un modello di crescita basato sulla leva finanziaria. La vision di Dubai ha così portato allo sviluppo di diversi settori dell'economia tra cui servizi, turismo, immobiliare e bancario²¹.

²¹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 98-99.

3.4.1 Dubai World

Dubai World (DW) è stato istituito nel 2006 come impresa conglomerata con un portafoglio fortemente diversificato di investimenti che spaziavano dal settore dei trasporti, alla finanza, al navale e all'immobiliare a livello internazionale.

Dubai Ports World è una delle imprese che formano tale portafoglio ed è una delle maggiori autorità portuali al mondo, creata dalla fusione tra Dubai Port Authority e Dubai Ports International nel settembre 2005. All'interno del portafoglio amministrato da DW rientra anche Economic Zones World, società di ideazione e sviluppo di zone economiche speciali.

Istithmar World è un fondo di private equity fondato nel 2003 e partecipato da Dubai World. Tra le sue attività vi sono diversi investimenti in servizi finanziari, ramo industriale e immobiliare attraverso l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza o minoranza, joint venture e sottoscrizione di obbligazioni. Dubai World partecipa anche Drydocks World, attiva nella riparazione e conversione di vascelli e costruzione di siti off-shore con filiali in Indonesia, Singapore, Scandinavia e Giappone. Infine tra le iniziative di investimento del fondo di Dubai rientra anche Dubai Maritime City, isola artificiale divenuta centro marittimo polifunzionale con lo scopo di creare un nuovo ambiente per la comunità marittima globale²².

Oltre alle suddette imprese, Dubai World ha finanziato diverse altre imprese da ristrutturare dopo la crisi finanziaria. Nakheel era un'impresa immobiliare istituita nel 2006 e impegnata nello sviluppo di progetti residenziali e commerciali di lusso negli Emirati Arabi Uniti. Come conseguenza della crisi finanziaria di Dubai, l'impresa fu soggetta a una massiccia ricapitalizzazione. Nel maggio 2011, Arabian Business riportò che Nakheel fu venduta da Dubai World e divenne un'impresa di proprietà statale dopo che il programma di ristrutturazione del debito di 10.8mld fu completato. L'impresa fu al centro dei problemi debitori di Dubai World, che iniziarono nel novembre 2009²³.

²² Callen T. et al., *Economic Diversification in the GCC: The Past, the Present, and the Future*, IMF Staff Discussion Note, International Monetary Fund, Washington D.C., Dicembre 2014.

²³ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 96-98.

Dubai World è stata una delle istituzioni di investimento più indebitate e problematiche di Dubai, soggetta a una incisiva ristrutturazione organizzativa. Una delle più importanti iniziative di ristrutturazione del fondo sovrano è stata la sostituzione del team manageriale e in particolar modo il cambio del presidente della società. Fin dalla sua istituzione nel 2006, Dubai World è stata gestita da Sultan Ahmed bin Sulayem, uno dei principali alleati di Sheikh Mohammed bin Rashid, miro di Dubai. In seguito al dissesto finanziario della società, Sheikh Mohammed emanò un decreto il 12 dicembre 2010 per riorganizzare il CDA e per nominare suo zio alla presidenza.

Il decreto sottolinea la volontà del fondo sovrano di imparare dai propri errori e di adottare misure più stringenti di monitoraggio e gestione del rischio che minimizzino i pericoli di crisi simili. Inoltre, il cambiamento nel management e i maggiori controlli sulle attività di investimento definiti dal decreto provano la volontà del fondo di adottare una strategia di investimento più prudente rispetto a quanto seguito prima del 2009. La nuova politica di portafoglio ha lo scopo principale di preservare Dubai e l'economia emiratina da ulteriori danni reputazionali. Infine la nomina di un membro della famiglia reale a presidente segna inequivocabilmente la volontà dello sceicco di esercitare un controllo ancora maggiore su Dubai World²⁴.

3.4.2 Dubai Holding

Dubai Holding è un veicolo di investimento governativo agente da integratore di filiera nel settore immobiliare, alberghiero e finanziario. Non vi sono dati puntuali sull'attuale dimensione del patrimonio gestito che si ritiene essere essenzialmente di proprietà del governatore di Dubai. Il presidente di Dubai Holding è Mohammad Al-Gergawi, ministro degli affari interni degli Emirati Arabi Uniti²⁵.

Sono quattro i principali investimenti della holding:

²⁴ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 99-101.

²⁵ <http://dubaiholding.com/media-centre/factsheet>

1. Alberghiero: Jumeirah Group è una compagnia alberghiera divenuta membro della Holding nel 2004 e principale pilastro degli investimenti della holding nel ramo alberghiero.
2. Business Parks: TECOM Investments, capogruppo delle partecipazioni di Dubai Holding in questo settore. È attiva nei settori media, educazione, scienza e tecnologia.
3. Investments: Dubai Group e Dubai International Capital sono due imprese leader nei servizi finanziari a capo della filiera di Dubai Holding.
4. Property: Dubai Properties Group è una società di ideazione e sviluppo immobiliare partecipata dalla holding²⁶.

3.4.3 Investment Corporation of Dubai

Istituito nel 2006, l'Investment Corporation of Dubai è il maggior fondo di Dubai. Gestisce un portafoglio altamente diversificato formato da investimenti nel ramo finanziario, dei trasporti, delle utilities, energetico, industriale e immobiliare. L'impresa è profondamente coinvolta in investimenti industriali: possiede sei società operanti nella metallurgia, ingegneria e produzione di acqua minerale e ghiaccio.

La punta di diamante del fondo è sicuramente rappresentata da Emirates Group, una delle più grandi compagnie aeree al mondo e il maggior operatore di Airbus A380: un punto di riferimento per l'economia del Golfo. La famiglia regnante ricopre le cariche principali all'interno del consiglio di amministrazione di Investment Corporation of Dubai.

Avendo passato in rassegna i fondi sovrani di Abu Dhabi e Dubai è possibile evidenziarne differenze e similitudini. La maggior differenza riguarda la fonte del capitale. Dubai finanzia i propri fondi attraverso l'utilizzo intensivo della leva finanziaria, laddove Abu Dhabi fa ricorso al reddito generato dal petrolio. La similitudine principale riguarda le strategie poste in essere. Entrambi gli emirati possiedono fondi sovrani *commodity-based*, con un portafoglio di investimenti diversificato e spesso ambizioso. L'obiettivo principale per entrambi i governi è

²⁶ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 101-102.

il supporto allo sviluppo economico e alle politiche di diversificazione del governo. Altro fattore in comune attiene alla struttura di governance e alla gestione. Le famiglie regnanti di entrambi gli emirati ricoprono le cariche principali.

3.4.4 Gli effetti della crisi finanziaria

L'impatto della crisi finanziaria del 2008 sui fondi sovrani di Dubai è stato significativo e pervasivo. La strategia di crescita adottata dal governo di Dubai per le proprie conglomerate riporta alla mente quanto fu praticato dai *Chaebols* coreani prima della crisi finanziaria del 1997. In entrambi i casi gli elevati livelli di debito uniti ad avventate politiche di investimento per la costituzione di portafogli estremamente diversificati portarono alla crisi finanziaria. Il notevole coinvolgimento delle imprese governative nel mercato immobiliare domestico ha causato i maggiori danni a tali organizzazioni. All'apice della crisi, lo scoppio della bolla immobiliare causò un rapido declino nella domanda di case, portando a massicce perdite nel valore reale del portafoglio dei fondi sovrani. La crisi finanziaria globale ha in molti modi colpito gli investitori istituzionali in tutto il mondo. Nella maggior parte dei paesi del Golfo, la crisi ha portato ad una riduzione drastica degli investimenti esteri per sostenere l'economia domestica, mentre ad Abu Dhabi, le imprese di proprietà governativa hanno investito a livello locale anche prima della crisi. A causa della dipendenza dei fondi sovrani di Dubai dal debito, la maggiore necessità per il governo all'indomani della crisi era attrarre investitori esteri in grado di rifinanziare i portafogli. Dopo il collasso di diversi fondi di Dubai, il governo ha adottato vari metodi per stabilizzare l'economia inclusa la creazione di un fondo di supporto finanziario per le imprese statali. Tale fondo fu finanziato con 10 miliardi di dollari prestati dalla Banca Centrale degli Emirati Arabi Uniti come parte di un programma obbligazionario di 20 miliardi. Fu pianificato di utilizzare il denaro prestato per rifinanziare il debito e ripagare i conti. L'istituzione di tale fondo fu un passo importante verso la stabilità economica e la ricostruzione della fiducia, soprattutto nel mercato immobiliare. L'accumulazione di un debito massiccio da parte delle conglomerate di Dubai ha sottolineato la necessità di modificare le *operations* dei fondi sovrani,

e in particolar modo la loro strategia di investimento. I piani di ristrutturazione divennero centrali nelle politiche di efficienza post-crisi del governo. Soprattutto Dubai Holding fu sottoposta a drastici tagli nel personale. La crisi ha inoltre colpito la relazione tra Dubai e Abu Dhabi. Il ruolo di Abu Dhabi nel pagare il debito di Dubai ha rafforzato il potere economico e politico della prima all'interno dell'organizzazione federale. Il sostegno finanziario di Abu Dhabi comportò costi reputazionali molto alti per il governo di Dubai. Il modello di crescita basato sul debito si attenuò significativamente dalla crisi finanziaria del 2008. Pur colpite dalla crisi finanziaria e sottoposte a processi di ristrutturazione del debito, le imprese di Dubai rimangono pilastri economici potenti e essenziali al futuro dell'Emirato.

Essendo il maggiore produttore di petrolio degli Emirati Arabi Uniti, Abu Dhabi è divenuto il motore finanziario del paese. Per molti decenni Abu Dhabi ha rivestito un ruolo centrale nel fornire risorse al governo federale. L'Emirato creò diverse istituzioni di investimento della ricchezza sovrana per amministrare la ricchezza derivante dal petrolio. Il maggior fondo sovrano degli Emirati Arabi, e tra i maggiori del mondo, ADIA, è stato il precursore di tali organizzazioni seguito poi da Mubadala e da InvestAD. Ognuno di tali fondi è caratterizzato da uno specifico mandato di investimento e da una determinata strategia operativa. ADIA si focalizza principalmente sugli investimenti internazionali ad alto rendimento, Mubadala investe nel mercato interno per supportare lo sviluppo tecnologico di Abu Dhabi e InvestAD si concentra sul mercato mediorientale e sul Nord Africa. Tutti i fondi sovrani di Abu Dhabi sono gestiti direttamente dai membri della famiglia reale e da individui di fiducia di quest'ultima. La commistione tra ragioni finanziarie e politiche è alla base del problema di mancanza di trasparenza nelle attività e nelle strutture di governance di tali organizzazioni. Il governo di Abu Dhabi ha ricoperto un ruolo attivo a livello internazionale per promuovere la trasparenza dei fondi sovrani nel 2008. Primo risultato di tale sforzo fu la prima pubblicazione di un report annuale del fondo del 2009. Il secondo Emirato Arabo più ricco è Dubai, il cui governo ha adottato un modello di crescita economica differente da quello di Abu Dhabi. L'Emirato ha applicato una strategia fortemente incentrata sul finanziamento estero per promuovere lo sviluppo

interno e il rafforzamento di Dubai a livello mondiale per attrarre investimenti esteri. La crisi finanziaria globale ha avuto un impatto significativo su Dubai, portando a massicce perdite delle maggiori istituzioni di investimento governative. L'intervento del governo di Abu Dhabi a sostegno di Dubai ha rafforzato il ruolo dell'emirato degli equilibri di potere politici e finanziari federali. Il dibattito in merito alla trasparenza dei fondi sovrani di Abu Dhabi è stato molto intenso all'indomani della crisi. Molto spesso i governi dei paesi arabi hanno fallito nel compito di tenere distinte la ricchezza privata delle famiglie regnanti e il patrimonio nazionale. All'indomani della crisi, i fondi sovrani di Abu Dhabi e Dubai hanno mostrato un incremento nei livelli di informazione resi al pubblico rendendo disponibili i primi report annuali. Il governo federale degli Emirati Arabi Uniti ha avviato la creazione di un fondo sovrano federale in grado di armonizzare le politiche finanziarie dei vari emirati. L'attività del fondo federale è tenuta segreta e non vi sono informazioni pubbliche sulle *operations* dell'EIA. Le organizzazioni di gestione della ricchezza sovrana di Dubai e Abu Dhabi hanno svolto un ruolo centrale nello sviluppo economico e sociale dei rispettivi emirati, creando una solida reputazione internazionale per gli investimenti esteri. Data la significativa presenza di risorse naturali negli Emirati, ci si attende che lo sviluppo continui e che il motore della crescita a livello federale sia Abu Dhabi, dove si concentrano la maggior ricchezza fossile. Le famiglie regnanti continueranno a detenere potere nella gestione dei fondi sovrani sia a livello locale che federale, mentre gli Emirati più piccoli attenderanno di ricevere finanziamenti più generosi dai due Emirati più ricchi²⁷.

²⁷ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 102 – 105.

3.5 I Fondi Sovrani dell'Arabia Saudita

3.5.1 SAMA

L'Arabia Saudita risulta la nazione più ricca dell'area del Golfo, con riserve petrolifere provate di 266.58 miliardi di barili.²⁸

La nazione è inoltre il secondo detentore di asset governativi nel Golfo dopo Abu Dhabi.

La grandezza delle riserve di petrolio e la sua produzione giornaliera, nonché il sottosviluppo dei settori industriali non correlati a tale economia, fanno sì che l'esportazione di petrolio e di suoi derivati rappresenti la maggiore fonte di guadagni per il governo dell'Arabia Saudita.

Tale reddito ha testimoniato una crescita costante e sostenuta a partire dal 1962, come risultato di un incremento nella produzione giornaliera di greggio. Allo stesso tempo, tra il 1970 e il 1980, le riserve valutarie estere nei forzieri del Regno aumentavano grazie ai sostenuti prezzi del petrolio e ai crescenti rendimenti degli investimenti.

Il reddito governativo saudita appare strettamente correlato agli sviluppi del mercato petrolifero globale. Tra il 2006 e il 2010 la media delle esportazioni di greggio si attestava sui 208.3 miliardi di dollari. Nel 2008, tuttavia, l'export raggiunse 281 miliardi di dollari: un dato mai registrato nei precedenti cinque anni. Nel 2009 un rapido declino nel mercato petrolifero portò ad un consistente ridimensionamento nel reddito da greggio, riflettendo lo shock della crisi finanziaria globale. Dal 2010, l'export ha cominciato a riguadagnare il terreno perso durante il periodo di congiuntura economica.²⁹

A differenza delle altre nazioni facenti parte del Consiglio di Cooperazione del Golfo, dove un'entità pubblica separata gestisce il patrimonio governativo, in Arabia Saudita la banca centrale nazionale agisce anche da fondo sovrano.

²⁸ OPEC: OPEC Share of World Crude Oil Reserves, 2014

http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/330.htm

²⁹ Economist Intelligence Unit: Saudi Arabia Country Report - <http://www.eiu.com/home.aspx>

La Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA), fondata nel 1952, rappresenta il maggior istituto preposto alla gestione delle ricchezze nazionali. Ad essa sono inoltre affidati diversi compiti, tra i quali:

- Vigilanza prudenziale sul sistema bancario e finanziario saudita.
- Politica monetaria (emissione, *policy making*, detenzione di riserve valutarie, assistenza al Ministero delle Finanze nella redazione dei budget annuali, sostenimento del valore del riyal).

Sebbene a SAMA siano affidati numerosi incarichi, non è esplicitamente dichiarata da parte del governo saudita la sua azione come fondo sovrano della nazione, al contrario delle controparti estere nel Golfo. Tale opacità ha sollevato dubbi tra gli studiosi che si interrogano se SAMA possa essere considerato un fondo sovrano o no.

Al contrario dei suoi vicini, i cui governi, grazie alle massicce esportazioni di petrolio e gas, hanno da sempre registrato consistenti surplus nei budget, quello dell'Arabia Saudita ha sofferto per lungo tempo di deficit. Tale deficit non ha permesso alla casata degli *Al Saud* di accumulare ricchezza nella stessa misura degli altri paesi del Consiglio.

Questa è la ragione per cui molti accademici non considerano SAMA come un fondo sovrano. Un insigne studioso³⁰ suggerisce che «non possa esistere un fondo sovrano laddove non vi sia ricchezza sovrana; e l'Arabia Saudita ha speso gran parte dell'ultima decade in una posizione debitoria.»

Oltre ad essere il maggior esportatore di greggio tra le nazioni del Consiglio, l'Arabia Saudita è anche la nazione più popolosa con una buona fetta dei ricavi provenienti dalle export di petrolio spesa in politiche pubbliche e welfare.

In aggiunta a fattori quali i costi di mantenimento del governo saudita e dei regnanti, il costo delle numerose crisi belliche nella regione del Golfo drenò il reddito derivante dalle esportazioni saudite per buona parte degli anni 90. Ciò portò il governo ad un accumulo crescente di debito.

A partire dal 2004, molte politiche sono state applicate al fine di ridurre tali oneri: nel solo 2005 l'Arabia Saudita ripagò un impressionante 30% del debito

³⁰ Diwan C.S., *Sovereign Dilemmas: Saudi Arabia and Sovereign Wealth Funds*, 2009.

governativo. Tali pratiche consentirono a SAMA un rapido accumulo di ricchezza a partire dal 2011.

Il Fondo Monetario Internazionale stima che gli asset esteri detenuti dal governo abbiano registrato un incremento di quasi \$100mld attestandosi a \$535mld nel 2011, rispetto a \$441mld nel 2010.

Alla luce di tali dati, in assenza di un'entità separata di gestione, SAMA è a tutti gli effetti considerabile come il fondo sovrano dell'Arabia Saudita. Altre due ragioni sono identificabili a supporto di tale tesi:

- La maggior fonte di ricchezza per SAMA è rappresentata dal reddito derivante dall'esportazione di *commodity*.
- Lo scopo dell'accumulazione di ricchezza da parte di SAMA è identificabile nella stabilizzazione dell'economia saudita e nella prevenzione dagli shock economici globali, in particolare da quelli causati dalla volatilità dei mercati petroliferi.

Il governo del Regno ha inoltre fondato nel 2008 un'altra entità preposta alla realizzazione e gestione degli investimenti: Sanabil el-Saudi.

Nonostante la scarsità di informazioni per ciò che concerne la struttura e gli scopi dell'organizzazione, la fondazione di Sanabil el-Saudi testimonia la volontà del governo saudita di creare istituzioni simili a quelle degli altri paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo.

Tabella 3.7 - I Fondi Sovrani dell'Arabia Saudita

Name of the entity	Establishment	AUM (US \$ BN)	Investment focus
SAMA	1952	532,8	Gold, foreign bank reserves, securities
Sanabil el-Saudi	2008	5,3	Commodities, treasury, real estate, equities, foreign currencies

Fonte: SWFI

Tabella 3.8 - I principali indicatori economici dell'Arabia Saudita (2006-2011)

	2006	2007	2008	2009	2010	Media 2006- 2011	2011
GDP (US \$ Bn)	356,6	384,9	476,3	375,8	451	408,9	486,5
Private consumption (US \$ Bn)	94,8	112,4	132,5	143,3	156,8	128	173
Government consumption (US \$ Bn)	83,1	85,9	92	92,9	103,4	91,5	114,3
Gross Fixed Investment (US \$ Bn)	66,8	82,6	105,6	98,2	109,3	92,5	122,3
Exports of Goods and Services (US \$ Bn)	225,5	249,3	322,9	202	246,1	249,2	261,3
Imports of Goods and Services (US \$ Bn)	113,5	145,3	176,7	160,6	170,3	153,3	190,2
Oil Production ('000b/d)	9222	8760	9158	8196	8291	8725,4	8508
Oil exports (US \$ Bn)	188,9	205,5	281	163,1	203,1	208,3	214,6

Fonte: EIU (2010)

3.5.1.1 Storia

Nel 1948 George Eddy, al tempo impiegato presso l'Ufficio Finanze Internazionali del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, e Raymond F. Mikesell, del Dipartimento di Stato americano, si recarono in Arabia Saudita per studiare una possibile riforma monetaria nel paese. Nel 1951, il governo saudita strinse un'intesa con il governo d'oltreoceano per la necessaria assistenza nell'implementazione di riforme strutturali riguardanti il sistema monetario e fiscale. Sulla base di tale accordo una "missione finanziaria" venne inviata in Arabia Saudita, sotto la guida di Arthur Young, per una ristrutturazione degli intricati apparati del Ministero delle Finanze saudita.

Lo scopo della squadra era la creazione di una banca centrale.

Arthur Young convinse il sovrano Abdulaziz che fosse arrivata l'ora per l'Arabia Saudita di dotarsi di un set normativo in ambito bancario e monetario. Nacque così la prima bozza di quello che sarebbe diventato uno dei maggiori fondi sovrani operanti sul pianeta. SAMA venne quindi fondata con regio decreto No. 30/4/1/1046 del 20 aprile 1952 da parte del Re Abdulaziz. Il 5 agosto 1952 un cittadino americano, George A. Blowers, venne nominato primo governatore della Saudi Arabian Monetary Agency³¹.

Tale dicitura venne scelta dopo un'accurata selezione in modo da evitare termini quali "banca" o "istituzione finanziaria"; termini tipicamente associati alla capitalizzazione e pagamento di interessi: attività proibite nella finanza *Shariah-Compliant*.

L'Arabia Saudita divenne esportatore di petrolio e prodotti derivati dal 1948, anno in cui gli introiti governativi subirono un'impennata. A partire dal 1953 i ricavi derivanti dalla vendita di prodotti petroliferi raggiunsero quota \$100mln, \$337mln alla fine degli anni '50³².

Con l'ascesa al trono di Faisal nel 1964 si dà classicamente inizio al moderno sviluppo economico dell'Arabia Saudita.

Faisal adottò una politica di stampo prettamente conservatore sotto il punto di vista della spesa pubblica rendendo la penisola uno dei più importanti *player*

³¹ Saudi Arabian Monetary Agency - <http://www.sama.gov.sa>

³² Niblock T., *State, Society and Economy in Saudi Arabia*, 1982.

finanziari a livello globale. A tal riguardo si noti in tabella 3.9 come tra il 1972 e il 1973 il reddito derivante dalla produzione di petrolio sia quasi triplicato, aiutato dai sostenuti prezzi testimoniati dal mercato durante la crisi energetica che imperversava in quel periodo.

Tabella 3.9 - Introiti governativi (in milioni di riyal)

Year	Total government revenue (in million riyals)
1944	c. 80
1948	214.6
1952	756.9
1956	1,610
1962	2,166
1964	2,626
1970	5,966
1972	10,782
1973	13,200
1974	22,810
1975	98,247

Fonte: Niblock T., 1982

Tabella 3.10 - Ricavi da petrolio e altri ricavi

Year	Oil revenues	Other	Total revenues
1969	5,119	549	5,668
1970	7,122	818	7,940
1971	9,685	1,435	11,120
1972	13,480	1,888	15,368
1973	39,285	2,420	41,705
1974	94,190	5,913	1,00,103
1975	93,481	9,903	1,03,284
1976	1,21,191	14,766	1,35,957
1977	1,14,042	16,617	1,30,659
1978	1,15,078	16,427	1,31,505
1979	1,89,295	21,901	2,11,196
1980	3,19,305	28,795	3,48,100
1981	3,28,594	39,412	3,68,006
1982	1,86,006	60,176	2,46,182
1983	1,45,123	61,296	2,06,419
1984	1,21,348	50,161	1,71,509
1985	88,425	45,140	1,33,565

Fonte: Niblock T., Malik M., 2007

L'alta volatilità dei prezzi del petrolio ebbe un grande impatto sul bilancio statale di quegli anni; basti pensare che un barile nel 1972 aveva un prezzo di \$3, mentre nel 1980 i listini segnavano \$35. I forzieri del Regno, nel frattempo segnarono un enorme surplus di cassa: da \$3mld nel 1972 a \$102mld nel 1980. Si assistette così ad un rapido declino nei prezzi del petrolio nella misura del 61.4% tra il 1980 e il 1986 trascinando con sé il reddito del governo saudita: da \$113.2mld nel 1981 a \$20mld nel 1986³³.

La discesa dei prezzi del petrolio negli anni '80 e una politica economica estremamente espansionistica portarono l'Arabia Saudita alla sopportazione di un grande deficit in bilancio finanziato da creditori esteri. Nel solo decennio 1970-1980 la spesa pubblica passò da \$1mld a \$33mld.

La volatilità dei prezzi, un'incauta politica economica, la spesa per i piani di sviluppo industriale e i costi delle operazioni belliche nei primi anni nel Golfo portarono l'Arabia Saudita sull'orlo della bancarotta. Il governo ottenne così l'accesso a prestiti di emergenza per finanziare il suo debito.

Gli asset esteri detenuti dall'Arabia Saudita subirono grandi variazioni in questi anni. Nel 1982 essi raggiunsero quota \$137mld per poi subire un rapido declino negli anni seguenti fino ad attestarsi ad un livello di \$6.1mld nel 1991.

I ricavi provenienti dall'export ripresero la loro ascesa tra il 1995 e il 2000 consentendo a SAMA di detenere \$54.5mld in asset esteri nel 1999, \$62.3mld nel 2000 e \$72.8mld nel 2003³⁴. Un rapido aumento in tutte le asset class detenute da SAMA si è avuto tra il 2005 e il 2008 come risultato dei sostenuti prezzi del petrolio e gli sforzi del governo per tagliare la spesa pubblica.

Dopo un lungo periodo di deficit, un surplus di \$134mld venne registrato nel bilancio statale saudita grazie ad un incremento del 41.4% nel reddito da esportazioni di beni e servizi (36.9% del quale dovuto al settore petrolifero)³⁵.

Nel biennio 2008-2010, tuttavia, lo spettro della crisi finanziaria aleggiava anche sull'Arabia Saudita: gli asset totali di SAMA subirono un pesante ridimensionamento. Nel 2008 si stimava che l'Agenzia detenesse \$300mld in attività collocate all'estero dimostrando un'estrema sovraesposizione in

³³ Foley S., *The Arab Gulf States: Beyond Oil and Islam*, 2010, pp. 85-132.

³⁴ Economist Intelligence Unit - <http://www.eiu.com/home.aspx>

³⁵ Behrendt S., *When money talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse*, 2008.

strumenti finanziari esteri (67% degli asset totali). Tale strategia d'investimento, tuttavia, consentì a SAMA di limitare le perdite in portafoglio dopo la crisi finanziaria, al contrario degli altri fondi sovrani d'investimento dell'area del Golfo i quali persero il 20-30% del valore delle esposizioni.

Il Fondo Monetario Internazionale, nel 2011, stimava gli asset esteri detenuti dalla Saudi Arabian Monetary Agency in \$535mld.

3.5.1.2 Strategia di investimento

La strategia d'investimento della ricchezza sovrana saudita risulta peculiare se comparata a quella delle vicine nazioni del Golfo. Mentre paesi come Kuwait e Emirati Arabi Uniti hanno investito il loro surplus derivante dall'export di greggio in settori estranei all'economia petrolifera, per molti anni il consistente reddito saudita venne investito per finanziare l'espansionistica spesa pubblica. Il petrolio ha da sempre influenzato le politiche sociali e di welfare in Arabia Saudita. Il governo ha usato diversi canali per trasferire benessere ai suoi cittadini e per mantenere un buon rapporto tra nazione e famiglia regnante, ad esempio sussidi pubblici e privati, assegnazioni di appalti per lo sviluppo di opere e progetti. Inoltre, la spesa pubblica per la difesa ha da sempre avuto grande importanza nel bilancio statale saudita. L'Institute for Strategic Studies stima che la difesa sia costata al governo nel solo 2011 il 10% del PIL.

È semplice notare come buona parte della ricchezza sovrana dell'Arabia Saudita venga canalizzata nei condotti della spesa pubblica, del *welfare state* e altre iniziative territoriali; tuttavia tali dati stentano ancora nel fornire una corretta rappresentazione della strategia di investimento intrapresa.

Un eccessivo affidamento sugli introiti da export di petrolio per il finanziamento dell'ingente spesa pubblica ha reso l'Arabia Saudita estremamente sensibile alle fluttuazioni del prezzo del greggio. In tal senso, il governo ha tentato di investire e risparmiare una buona fetta dei petrodollari per la protezione dell'economia nazionale.

Lo scopo principale della strategia di *asset accumulation* e *wealth management* della Saudi Arabian Monetary Agency, pertanto, è fornire stabilità all'economia saudita.

Le alleanze politiche ed economiche del paese hanno inoltre svolto un ruolo pivotale nel formare la strategia d'investimento della ricchezza accumulata. Il dollaro tuttora rappresenta la valuta predominante nella denominazione degli investimenti esteri di SAMA. Tale "occidentalizzazione" degli asset detenuti va ricondotta alla storia delle relazioni diplomatiche, politiche ed economiche tra Arabia Saudita e Stati Uniti. Similarmente ai piani di investimento del Kuwait, influenzati principalmente dai legami economici con il Regno Unito, il reddito saudita è stato particolarmente canalizzato verso opportunità d'investimento negli Stati Uniti.

Una solida alleanza politica con l'amministrazione americana ha portato alla formazione di diversi fattori che hanno contribuito alla "dollarizzazione" dei portafogli di investimento di SAMA:

- Stretta collaborazione con gli Stati Uniti nelle fasi di estrazione, produzione e commercializzazione di prodotti petroliferi: Saudi Aramco (compagnia petrolifera arabo-americana), con 12.5 milioni di barili prodotti al giorno e \$1mld al giorno in ricavi³⁶ rappresenta la maggiore azienda del settore in Arabia Saudita e nel mondo. Tale cooperazione ha promosso gli investimenti sauditi nel mercato statunitense.
- Valuta di negoziazione del petrolio: sin dai primi anni '70, i membri dell'OPEC hanno adottato il dollaro come valuta per la denominazione e la negoziazione del greggio. Tale decisione avvenne su pressione dell'Arabia Saudita, influenzata dai rapporti economici arabo-americani.
- Accordo per l'acquisto di buoni del Tesoro americano: tra il 1973 e il 1974, il segretario del tesoro americano William Simon intraprese segretamente negoziazioni affinché l'Arabia Saudita comprasse \$2.5mld in buoni del tesoro prima che questi venissero pubblicamente messi all'asta³⁷.

³⁶ Forbes - <http://www.forbes.com/pictures/em45gmmg/1-saudi-aramco-12-5-million-barrels-per-day/>

³⁷ Clark W.R., *Petrodollar Warfare. Oil, Iraq and the future of the Dollar*, 2005.

- SAMA venne fondata con l'aiuto di esperti americani del settore bancario e finanziario. Dopo più di cinquant'anni dai suoi albori, è ancora possibile riscontrare elementi tipicamente occidentali nella strutturazione dell'organismo. Non ci si deve quindi sorprendere se la ricchezza saudita detenuta da SAMA venga investita nell'economia americana in supporto del dollaro, così come veniva fatto dalla Kuwait Investment Authority, le cui disponibilità sostennero il valore della sterlina per molti anni.

Fino ai primi anni '70 SAMA applicò una prudente strategia d'investimento, pur sempre caratterizzata dal mantenimento delle relazioni politiche ed economiche con gli Stati Uniti. Depositi e conti fruttiferi presso banche estere erano gli strumenti finanziari prediletti dell'Agenzia: trentacinque furono gli istituti scelti da SAMA tra quelli con il più alto standing creditizio. Nel 1974 SAMA decise di allocare parte della sua ricchezza in investimenti che garantissero rendimenti più alti con la sopportazione di un naturale livello di rischio maggiore. Grazie al rally dei prezzi del petrolio perdurato per buona parte degli anni '70, la lista dei "prescelti" venne rivisitata e 17 banche vennero aggiunte nel 1975, tra cui: Bank of Canada (Canada), Mellon Bank (USA), United California Bank (USA), Skandinaviska Enkilda Banken (Svezia), Bayerische Vereinsbank (Germania), Westdeutsche Landesbank (Germania), Credit Bank of Brussels (Belgio), Hong Kong & Shanghai Banking Corporation (Cina), Sumitomo Bank (Giappone), Dai Ichi Kangyo Bank (Giappone), Bank Kobe (Giappone)³⁸.

Il governo saudita intraprese così un percorso di diversificazione degli investimenti al fine di incrementare il loro rendimento. In tal senso, oltre ad ampliare la lista degli istituti presso cui SAMA deteneva depositi, negli anni '70 il governo saudita si affacciò per la prima volta sul mercato azionario: la richiesta di capitali da parte dell'industria del greggio era in aumento e l'Arabia Saudita vide in ciò un'eccellente opportunità di investimento in compagnie petrolifere estere. È interessante notare come la *equity strategy* di SAMA prevedesse il mantenimento degli investimenti al di sotto della soglia di notificazione obbligatoria alle autorità di regolamentazione dei mercati di capitali in modo tale

³⁸ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013.

da adottare una politica di wealth management di basso profilo. A partire dal 1974 gli investimenti azionari sauditi si estesero ad altri settori, grazie ad una rinnovata policy promossa dal Re Fahad Al-Saud, prima ministro degli interni sotto il regno di Faisal e incaricato di revisionare la strategia di SAMA per la ricerca di nuove opportunità di investimento.

Durante gli anni '80 SAMA apportò modifiche ai suoi piani di investimento. Maggior attenzione venne posta sulla diversificazione valutaria di portafoglio. Prima del 1980 il dollaro denominava circa il 60% degli investimenti in essere, mentre il restante 40% era attribuibile allo yen e al marco tedesco³⁹.

La diversificazione del portafoglio pesantemente "dollarizzato" deve essere anche vista come naturale reazione al clima politico di quegli anni. Il congelamento dei beni esteri iraniani da parte degli Stati Uniti provocò apprensione nei governi degli altri paesi del Golfo. In particolare l'amministrazione saudita esprime il desiderio di alleggerire il proprio portafoglio da alcuni asset detenuti nel mercato americano in previsione di una possibile crisi di governo negli Stati Uniti. SAMA cambiò la sua strategia di investimento riducendo gradualmente le esposizioni in USA.

Gli anni '90 si rivelarono come il decennio più arduo per l'economia saudita. Sebbene non si registri un consistente cambiamento nella strategia di investimento da parte di SAMA, il governo dell'Arabia Saudita fu costretto ad attingere dalle proprie riserve finanziarie accumulate durante il boom petrolifero per far fronte agli ingenti costi della guerra del Golfo e alla leviatantica spesa pubblica domestica.

Nel 1992 le riserve valutarie estere erano ai minimi livelli, appena sufficienti per mantenere stabile il valore del riyal. Il governo fu allora costretto ad indebitarsi sui mercati internazionali di capitali.

Nonostante le fluttuazioni degli investimenti denominati in dollaro rispetto agli investimenti denominati in altre valute in portafoglio, il governo saudita ha sempre favorito investimenti meno rischiosi nei mercati statunitensi. Nel 2008, l'85% delle riserve estere di SAMA era rappresentato da titoli a reddito fisso

³⁹ Askari H. et al., *Introduction to Islamic Economics. Theory and Application*, 2015.

denominati in dollari. Dopo la crisi finanziaria, la maggior parte delle istituzioni finanziarie globali trasferì i propri investimenti dagli Stati Uniti a Europa e mercati emergenti. SAMA, tuttavia, non attuò una simile politica. Ciò è da attribuire in particolar modo all'aggancio valutario del riyal saudita al dollaro. È importante inoltre notare che il 100% dell'export saudita è denominato nella moneta americana, così come lo è il 70% dell'import. Tale situazione, probabilmente, continuerà a giovare all'economia saudita fintanto che essa non acquisisca un grado di diversificazione tale da indurre il governo a riconsiderare il sistema valutario su cui si regge.

In generale, la strategia seguita da SAMA nel mantenere un portafoglio pesantemente influenzato dalle fluttuazioni del dollaro e dalla politica americana ha portato i suoi frutti, anche durante la congiuntura economica globale. Mentre altri fondi sovrani del Golfo investivano in strumenti ad alto rischio, la sovraesposizione saudita nei confronti dei buoni del tesoro statunitensi non ha riportato significative perdite nel suo valore

3.5.1.3 Struttura e Governance

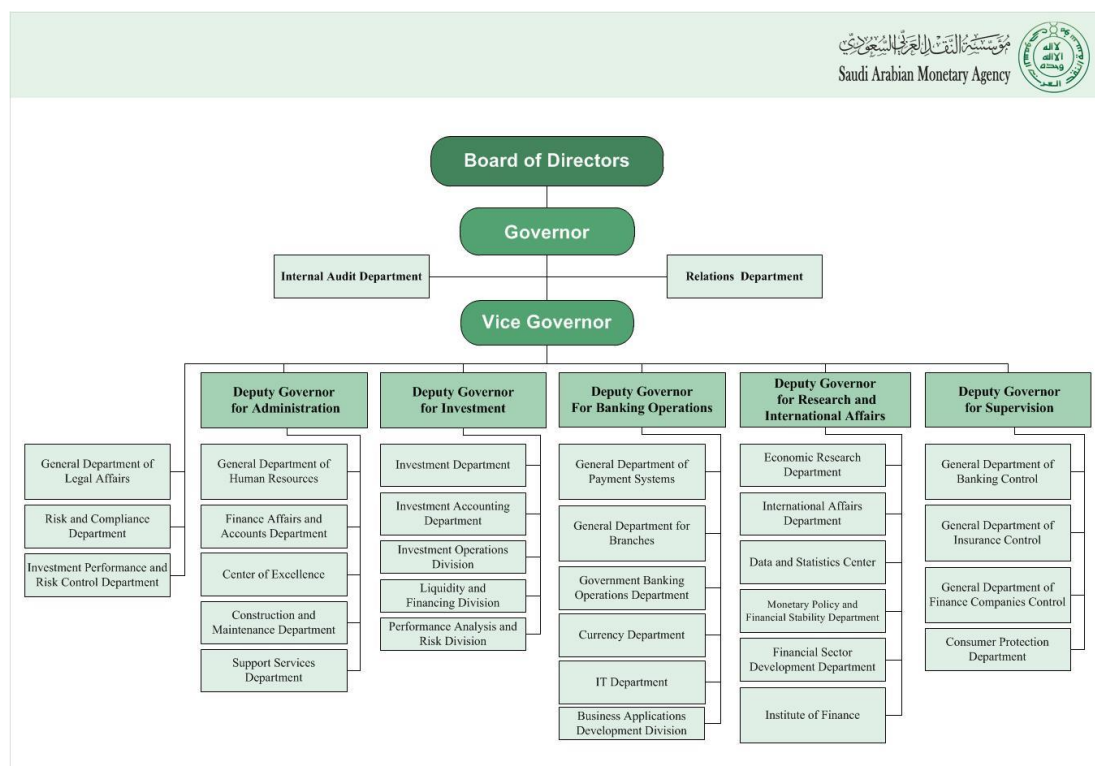
Il principale organo di governo della *Saudi Arabian Monetary Agency* è rappresentato da un consiglio di amministrazione composto da cinque membri, inclusi un governatore e un vice-governatore. Questi ultimi vengono nominati attraverso un regio decreto che permette loro di restare in carica per quattro anni, con eventuale opzione di estensione del mandato. Gli altri tre membri del consiglio appartengono al settore privato e possono esercitare le loro funzioni per cinque anni dopo la nomina attraverso regio decreto.

Il Ministro delle finanze ed il Consiglio dei Ministri svolge un ruolo di consulenza nei confronti del re nella nomina dei membri del consiglio di amministrazione di SAMA.

In decenni di operatività, SAMA ha dimostrato un eccellente livello di stabilità istituzionale, in particolar modo per ciò che concerne il top management. Quasi tutti i governatori dell'Agenzia hanno prestato servizio per lunghi periodi: Hamad Saud Al-Sayari è stato il più longevo tra questi ricoprendo il ruolo di direttore

della banca centrale per ventisei anni (1983-2009). Nel 2009, dopo il pensionamento di Al-Sayari, Muhammad Al-Jasser prese il suo posto. Sebbene la sua nomina avvenne in un momento di riorganizzazione governativa implementata dal re Abdullah, che cambiò tredici ufficiali del governo di Riyad e nominò il primo ministro donna dell'Arabia Saudita, le aspettative sull'operato di Al-Jasser non facevano presumere drastici cambiamenti nella strategia d'investimento di SAMA. Al-Jasser venne nominato Ministro delle Finanze nel dicembre 2011 lasciando il suo posto a Fahed Al-Mubarak. Al-Mubarak al tempo ricopriva il ruolo di *managing director* presso Morgan Stanley.

Figura 3.11- Struttura organizzativa di SAMA



Fonte: Saudi Arabian Monetary Agency – www.sama.gov.sa

3.5.2 Il nuovo fondo sovrano saudita: Sanabil el-Saudi

Nel luglio 2008 il governo dell'Arabia Saudita annunciò la costituzione di un nuovo veicolo statale: Sanabil el-Saudi (SES). La natura giuridica del fondo è assimilabile alle Società per Azioni il cui capitale di \$5.3mld è completamente detenuto dal Public Investment Fund (PIF), di nazionalità saudita. Le autorità di Riyadh non hanno rilasciato particolari informazioni sulla strategia di investimento seguita da SES, o sugli elementi distintivi che lo differenziano da SAMA. Al momento della sua fondazione, SES dichiarava di focalizzarsi su investimenti di lungo periodo e di accettare un livello di rischio maggiore rispetto all'Agenzia.

Nell'aprile 2008, il segretario generale di PIF, Mansour Al-Maiman, condivise maggiori informazioni riguardanti la strategia di investimento di SES affermando che essa fosse assimilabile a quella seguita da altri grandi fondi sovrani, come quelli della Norvegia o Singapore. A tal riguardo, è ragionevole aspettarsi un portafoglio ampiamente diversificato da parte di SES, caratterizzato da un livello di rischio/rendimento maggiore.

SAMA ricopre il ruolo di maggiore fondo sovrano e unica autorità monetaria in Arabia Saudita. Nonostante la lunga battaglia combattuta contro i consistenti deficit di bilancio, il governo saudita è riuscito a canalizzare larga parte dei ricavi dalla vendita di prodotti petroliferi nei forzieri di SAMA.

La strategia di investimento dell'Agenzia non ha seguito sempre lo stesso sentiero di altri fondi sovrani del Golfo: SAMA non possiede un portafoglio diversificato e la maggior parte dell'asset under management si concentra in investimenti a basso rischio denominati in dollari.

Il governo saudita ha di recente implementato politiche per la creazione di un fondo d'investimento governativo diversificato. La ragione che ha spinto l'amministrazione ad una tale scelta risiede nell'inflessibilità del sistema finanziario saudita nel sopportare una grande riallocazione di asset da parte di SAMA ai fini di incrementare la diversificazione del proprio portafoglio. Il lancio di SES può essere pertanto visto come il desiderio delle autorità governative di

creare una piccola istituzione preposta alla gestione della ricchezza sovrana in ottica *risk-taking*.

È ragionevole aspettarsi quindi che il governo espanda gradualmente il focus su investimenti più redditizi in modo da livellare le differenze competitive tra fondi sauditi e fondi appartenenti agli altri paesi del Golfo.

Capitolo 4

L'esperienza di Kuwait, Qatar, Bahrain e Oman nella gestione della ricchezza sovrana

Capitolo 4

L'esperienza di Kuwait, Qatar, Bahrain e Oman nella gestione della ricchezza sovrana

4.1 Il Fondo Sovrano del Kuwait: KIA

La KIA, Kuwait Investment Authority, è l'unico fondo sovrano dello Stato del Kuwait, istituito nel 1982 con l'approvazione da parte della Assemblea Nazionale della legge numero 47. La KIA detiene il controllo del Kuwait Investment Office, con sede a Londra, conosciuto inizialmente come Kuwait Investment Board e fondato nel 1953. La KIA attualmente investe in una ampia gamma di asset diversificati vantando una presenza di rilievo sui mercati finanziari internazionali. Il governo del Kuwait fu il primo al mondo ad istituire un fondo sovrano *commodity-based* con gli obiettivi di proteggere l'economia nazionale, indissolubilmente legata alla esportazione del petrolio, da pericolosi shock e variazioni di prezzo del greggio, di diversificare le fonti di reddito nazionale, di preservare la ricchezza e i risparmi a vantaggio delle generazioni future e assicurare stabilità economica e finanziaria anche in tempo di dissesto e crisi. Come per la maggior parte dei paesi del Golfo, anche per il Kuwait i ricavi generati dalla esportazione del petrolio costituiscono i principali driver di crescita e sviluppo economico del paese. Anche il settore manifatturiero è indissolubilmente legato al petrolio essendo caratterizzato dalla massiccia presenza di raffinerie e imprese petrolchimiche. La dipendenza pressoché assoluta dell'economia del Kuwait dal petrolio espone il paese al pericolo di inattese oscillazioni nel valore del greggio, in grado di minare alla base la ricchezza nazionale. Non stupisce dunque che nelle ultime cinque decadi preoccupazione prioritaria del governo sia stata la salvaguardia della ricchezza generata da una singola risorsa energetica, peraltro scarsa e destinata ad esaurirsi. Il fondo sovrano non è stato solo strumento stabilizzatore in grado di assicurare equilibrio all'economia nazionale ma anche tramite per realizzare

una necessaria e inevitabile strategia di diversificazione economica¹. Lungi dall'affrancamento economico dal petrolio il Kuwait ha avviato un processo di diversificazione implementato investendo i ricavi del greggio in settori e asset differenti. La creazione di un apposito fondo sovrano si è rivelata cruciale per gli investimenti a livello internazionale. Investimenti volti alla massimizzazione della ricchezza nazionale e nella costruzione di una solida base economica anche in nuovi settori sia a livello domestico che a livello globale. Il patrimonio amministrato dalla KIA deve poi essere opportunamente smobilizzato e impiegato per assicurare stabilità economica e salvaguardia della sovranità e sicurezza nazionale. A tal proposito due sono stati gli episodi più significati di distrazione delle risorse gestite dal fondo sovrano. Il primo per supportare il mercato azionario del paese in seguito alla crisi finanziaria di Souk el Manakh nel 1982; il secondo per coprire i costi delle operazioni di liberazione in seguito alla invasione irachena nel 1991, e in seguito i costi della ricostruzione. Il fondo sovrano del Kuwait impiegò più di 80 miliardi di dollari nel finanziare le spese per la liberazione e la successiva ricostruzione del paese. Appare dunque evidente come un altro suolo chiave del fondo del Kuwait sia investire il surplus derivante dalla esportazione del greggio per assicurare una fonte di reddito stabile e alternativa da impiegare in tempo di crisi.

Vi sono due principali fondi governativi sotto la gestione della KIA: the General Reserve Fund (GRF) e The Future Generation Fund (FGF). Alla gestione della KIA potrebbero essere anche demandati il controllo di altri fondi se predisposto dal ministro delle finanze. La maggior parte della ricchezza è allocata tra GRF e FGF e nessun asset può essere impiegato diversamente, pena sanzioni legali. Il GRF è il destinatario principale dei ricavi conseguiti dallo stato, compresi i ricavi legati al petrolio, con cui sono finanziate tutte le spese sostenute dallo stato. Al GRF spetta poi il compito di detenere tutte le proprietà del governo, incluse le partecipazioni del Kuwait nelle imprese pubbliche, quali the Kuwait Fund for Arab Economic Development e Kuwait Petroleum Corporation e negli organismi multilaterali e internazionali quali la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale e il Fondo Arabo. L'FGF fu istituito nel 1976 e dotato del 50% del

¹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp.33-34.

patrimonio allora gestito dal GRF. Da allora il 10% di tutti i ricavi statali è trasferito all'FGF ogni anno. ²

Alcuni degli asset gestiti dall'FGF sono investiti dalla KIA in Sovereign Wealth Enterprises(SWE) e ricadono sotto il controllo diretto di questa ultima. La tabella 4.1 mostra le principali Sovereign Wealth Enterprises controllate dal Kuwait, come riportato dal SWFI.

Tabella 4.1 – Sovereign Wealth Enterprises nel Kuwait

Name of SWE	Establishment	AUM(US\$ million)	Investment Focus
National Technology Enterprises Company of Kuwait	2002	311	Transfer new technology in various sectors.
St. Martins Property(Acquired by Kia in 1974)	1924	3000	Real Estate
Kuwait Real Estate Investment Consortium	1994	88	Real Estate
Kuwait China Investment Company	2005	280	Investment in various sectors across Asia

Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute, 2010

La proprietà del patrimonio amministrato dalla KIA spetta allo stato del Kuwait mentre alla prima è affidata esclusivamente la gestione degli asset. La mission della KIA, come affermato dal suo *managing director*, Bader Al Sa'ad è:

“...to achieve a long term investment return on financial reserves entrusted by the state of Kuwait to the Kuwait Investment Authority by providing an alternative to oil reserves, which would enable Kuwait’s future generations to face the uncertainties ahead with greater confidence.”

(Al Sa'ad, 2009)

² Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp.34-35.

Al Sa'ad definì gli obiettivi della Kia nel suo discorso di apertura alla prima conferenza sul commercio mondiale tenutasi in Lussemburgo il 9 aprile del 2008 come:

1. La KIA mira a conseguire tassi di rendimenti sui propri investimenti che, sulla base di una media mobile triennale, eccedano il benchmark composito mantenendo una allocazione di asset non correlati tra loro, coerente con gli obiettivi di rischio- rendimento prefissati.
2. La KIA cercherà di essere una organizzazione di gestione degli investimenti a livello internazionale, impegnata a migliorare continuamente il proprio modo di operare.
3. La KIA si impegna a contribuire alla eccellenza del settore privato del Kuwait assicurando al contempo di non competere né di sostituire questo ultimo in nessun campo.³

La legge numero 47, sulla base della quale fu stabilita la fondazione della KIA, pone chiare restrizioni legali alla divulgazioni di informazioni in merito alla operatività della autorità. Come prescritto dagli articoli 8 e 9 della suddetta legge⁴:

“The Authority shall have the body of personnel, in which the employees are appointed in accordance with the regulations adopted by the Board of Directors, but without prejudice to the provisions of Articles 5 and 38 of the Decree Law No. 15 of 1979 Concerning Civil Services. The members of the Board of Directors, the employees of the Authority or any of those participating in any form in its activities, may not disclose data or information about their work or the position of the invested assets, without a written permission from the Chairman of the Board of Directors, and this prohibition remain in force even after cessation of the relation of the person with the business of the Authority.”

(Articolo 8, Legge N. 47)

³ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, p.36.

⁴ Kuwait Banking and Financial Market Handbook, Vol 1, 2012.

“Without prejudice to any heavier punishment whoever divulges any of the secrets of the work of the Authority or data or information of which he became aware, by virtue of his work at the authority, shall be punished with imprisonment for a period not exceeding three years.”

(Articolo 9 legge N. 47)

Non vi sono dati ufficialmente disponibili in merito all’ammontare di risorse gestite dalla KIA fino al 2007 quando l’autorità rivelò che il suo patrimonio raggiungeva i 213 miliardi di dollari, 174 allocati presso l’FGF e 39 presso il GFR. Nel giugno del 2008 Thomson Reuters riportò un incremento del 14,4% nel valore del patrimonio della KIA che passò in appena 12 mesi da 213 a 264 miliardi di dollari.

Tralasciando questa dichiarazione della autorità, la maggior parte dei dati forniti in merito all’asset under management della KIA è frutto di stime e supposizioni. Gli ultimi dati riportati dal Sovereign Wealth Fund Institute riportano un valore di AUM pari a 548 miliardi di dollari nel 2014.

La KIA è cresciuta divenendo un investitore sofisticato, che detiene un portafoglio di attività per diversificate per profilo di rischio, rendimenti, settori di appartenenza e area geografica. Il ruolo della KIA nello sviluppo del mercato domestico del Kuwait è stato decisivo.⁵

Tabella 4.2 - Indicatori economici del Kuwait

		2013	2014	2015f	2016f
Nominal GDP	KD bn	49.9	47.8	35.8	40.1
Nominal GDP	USD bn	176	168	119	134
Real GDP growth	% y/y	1.5	0.8	0.9	1.6
- Oil	% y/y	-0.8	-1.9	-1.6	-0.7
- Non-oil	% y/y	5.6	5.4	5.0	5.0
Inflation	% y/y	2.7	3.0	3.5	3.5
Budget balance	% of GDP	25.9	8.2	-3.9	0.1

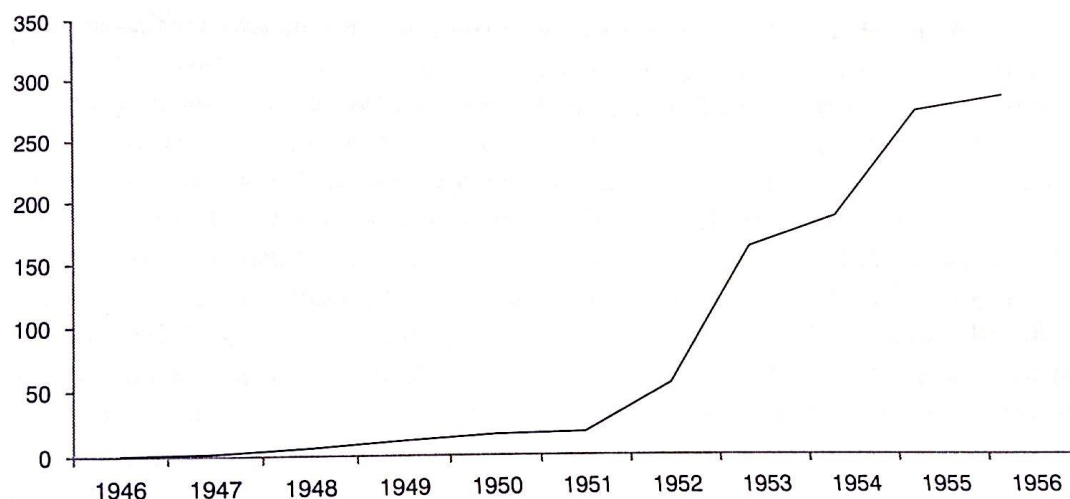
Fonte: National Bank of Kuwait, 2015

⁵ Kunzel et al., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm*, 2011.

4.1.1 Cronologia e Storia del fondo: la dipendenza dal petrolio, i rapporti con Londra e l'effetto dell'invasione irachena sulle riserve sovrane del Kuwait

Il Kuwait Investment Board (KIB) fu il primo tentativo del governo del Kuwait di stabilire un fondo per la salvaguardia del reddito generato dalla esportazione del petrolio. Il Governo britannico inizialmente stabilì il consiglio nel 1953 composto da 5 banchieri britannici e presieduto dal direttore del dipartimento del Medio Oriente della Banca di Inghilterra. Il primo carico di petrolio è stato esportato dal Kuwait nel 1946, meno di una decade prima della costituzione del KIB. Da allora si è instaurato un nesso inestricabile tra la moderna economia del paese e i ricavi generati dalla esportazione del petrolio. Il Kuwait Investment Board è stato istituito con l'obiettivo di minimizzare la dipendenza del Kuwait da una singola risorsa non rinnovabile e di gestire in modo efficiente la crescente ricchezza sovrana del paese.

Figura 4.1- Ricavi da petrolio del Kuwait



Fonte: Khouja M.W., Sadler P.J., 1979

Come mostra la figura 4.1 la produzione di petrolio è cresciuta esponenzialmente nei primi dieci anni di esportazione. La significativa crescita dei flussi di reddito registrata tra il 1947, 0,76 milioni di dollari, e il 1953, 169 milioni di dollari, ha costituito l'elemento cruciale nella scelta di fondare la KIB.

Data la pesante dipendenza dell'economia del Kuwait dai surplus generati dall'export del greggio, la crescita sostenuta dei ricavi del petrolio è stata il motore principale dello sviluppo economico nazionale. Nello stesso periodo anche le importazioni hanno registrato un aumento importante raggiungendo un livello pro capite di oltre 280 dollari nel 1952 e un livello totale delle importazioni pari a 780 milioni di dollari nel 1960. Con la crescita e lo sviluppo dell'economia del Kuwait si rese necessaria l'istituzione di un organismo finanziario in grado di creare e gestire un adeguato sistema di risparmio per la ricchezza nazionale e di salvaguardare l'economia del paese da pericolosi shock esterni.⁶

La valuta con cui inizialmente fu pagata al governo l'importazione del greggio fu la sterlina britannica e Londra ha a lungo costituito la meta centrale delle operazioni del fondo sovrano del Kuwait.

Negli anni immediatamente successivi alla Seconda Guerra Mondiale, la Kuwait Oil Company (KOC), è stata l'unica impresa locale a controllare e gestire l'estrazione e l'esportazione del petrolio grezzo. La KOC godeva poi del sostegno di due partner esteri: la Gulf Oil e la British Petroleum che pagavano i propri contributi al governo del Kuwait attraverso conti londinesi. British Petroleum pagava direttamente in sterline, Gulf Oil in dollari poi convertiti in sterline. Il prezzo del petrolio in ogni contratto stipulato dal Kuwait fu fissato in sterline e i ricavi pagati trimestralmente presso la British Bank of the Middle East a Londra. Il governo tendeva di norma poi a limitare le spese per lasciare un piccolo surplus da trasferire annualmente ai conti in riserva, detenuti sempre a Londra.⁷

La valuta delle operazioni del governo del Kuwait è stata influenzata dal governo britannico, che mirava a sostenere il valore della sterlina a livello internazionale. Inoltre anche le relazioni commerciali del Kuwait erano fortemente orientate verso il Regno Unito. Nel 1958 le importazioni del Kuwait dalla Gran Bretagna, principalmente costituite da beni di consumo, ammontavano a 57 milioni di sterline. Il costo delle importazioni aggregate era all'incirca pari alla metà del valore dei ricavi derivanti dalla esportazione del

⁶ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 37-38.

⁷ Talebi H., *A Survey of Foreign Wealth Funds in The Gulf Cooperation Council Countries*, 2014.

petrolio. Lo stretto legame politico, finanziario e commerciale tra il Kuwait e la Gran Bretagna, ha giocato un ruolo cruciale nell'indirizzare i flussi di ricchezza nazionale. Con l'obiettivo di incoraggiare gli investimenti kuwaitiani nel Regno Unito, negli anni '40 fu siglato un accordo tra i due paesi che prevedeva l'esenzione fiscale per tutti gli investimenti del governo Kuwaitiano. Il Kuwait, che conservò sempre stretti legami politici con Il Regno Unito soprattutto in virtù dell'accordo di protettorato, decise di tenere le riserve nazionali in sterline e di gestire i propri conti presso le banche a Londra.

Dalla metà degli anni '50 il pericolo di un affrancamento dalla sterlina da parte dei principali paesi esportatori di petrolio del Golfo creò non poche preoccupazioni al governo della Gran Bretagna. Era infatti chiaro al governo britannico che se le istituzioni dei paesi del Golfo avessero deciso di adottare una strategia di diversificazione valutaria il valore della sterlina ne avrebbe avuto gravi ripercussioni. Nel 1959 il valore totale degli asset dei paesi del Golfo equivallesse a oltre un terzo della ricchezza aurea della Gran Bretagna. Pertanto ogni azione del governo del Kuwait volto all'affrancamento dalla sterlina avrebbe minato profondamente la fiducia in questa ultima come valuta internazionale. Tale timore fu parzialmente placato nel 1960 quando lo Sceicco Jabir, allora presidente del Dipartimento delle Finanze del Kuwait, assicurò al governo britannico che non rientrava nei piani del Kuwait distogliere dal Regno Unito gli investimenti e la ricchezza kuwaitiana e che Londra avrebbe continuato ad essere l'interlocutore privilegiato per il governo del Kuwait.

Tuttavia appena un anno dopo, all'indomani della indipendenza, le autorità kuwaitiane tentarono di rendersi più economicamente indipendenti dalla Gran Bretagna. Nello stesso anno, fu istituito un comitato di investimenti autonomo e distinto in seno al Kuwait Department of Finance con lo scopo di porre fine al controllo esclusivo esercitato dalla KIB sulla ricchezza dello stato. Nel 1962 il Kuwait costituì il Kuwait Fund for Arab Economic Development per consentire alle autorità kuwaitiane di destinare i propri surplus di reddito altrove rispetto alla Gran Bretagna, affermando così l'indipendenza e la libertà del Kuwait di gestire il proprio patrimonio. La Gran Bretagna fu forzata ad accettare tali nuovi sviluppi pretendendo in cambio che i saldi contabili detenuti a Londra non scendessero al di sotto dei livelli precedenti. Il British Foreign Office supportò la

proposta del Kuwait di aggiungere un membro kuwaitiano al KIB proposta tuttavia respinta dall'allora presidente del KIB H.T. Kemp. In segno di protesta il 40% della ricchezza detenuta in Sterline dal Governo Kuwaitiano con lo scopo di supportare il valore del dinaro fu ritirato dal patrimonio della KIB su istanza delle autorità dello stato. Nel 1965 ebbero finalmente successo gli sforzi del governo kuwaitiano di creare un sistema di gestione della ricchezza nazionale autonomo e indipendente. Fu stabilito a Londra il Kuwait Investment Office (KIO) composto da uno staff di undici Kuwaitiani e nato con lo scopo di sostituire la KIB e assicurare maggior potere decisionale e gestorio alle autorità del Kuwait. Il KIO fu istituito a Londra in ragione degli storici legami politici ed economici tra il governo britannico e quello kuwaitiano.

Nel 1967 la sterlina si svalutò notevolmente del 16% e ciò ebbe grandi ripercussioni sul valore degli asset esteri detenuti dal Kuwait. Ciò portò immediatamente il Kuwait a riconsiderare la relazione economica con Londra e a ripensare la politica di investimento del proprio portafoglio estero. Era ormai evidente che la sterlina non sarebbe rimasta la valuta principale ancora a lungo e furono portate avanti negoziazioni con le autorità britanniche affinché queste assicurassero di compensare gli investimenti kuwaitiani ogni qualvolta il valore della sterlina fosse sceso al di sotto dei 2,40 dollari a pound.

Nel corso degli anni '70 i ricavi generati dal petrolio crebbero esponenzialmente incrementando la ricchezza kuwaitiana. Tra il 1970 e il 1977 i ricavi connessi al petrolio registrarono un incremento del 60%, come mostra la tabella 4.3.

Tabella 4.3 - Crescita del patrimonio del Kuwait negli anni '70

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Oil receipts	527,9	548,5	1084,6	2369,3	2289	2615	2587
Investment Income	108,7	125,5	141,4	202,6	334	441	429,9

Fonte: Khouja M.W, Sadler P.G, 1979

Il significativo aumento della ricchezza investita alla fine degli anni '70 sottolineò l'importanza di una adeguata strategia di investimento del governo kuwaitiano che comprese la necessità di affrancare il proprio patrimonio dal greggio e di adottare una strategia di diversificazione geografica, settoriale e valutaria. La meta principale delle nuove politiche di investimento kuwaitiano fu New York e ciò segnò un'inevitabile significativa riduzione delle partecipazioni detenute in sterline. L'incremento della ricchezza nazionale pose inoltre l'accento sulla necessità di assicurare stabilità e sicurezza anche per le future generazioni. A tale scopo fu istituito nell'agosto del 1976 la FGF per salvaguardare parte del surplus nazionale a vantaggio delle future generazioni. La FGF fu dotata di un patrimonio di 850 milioni di dinari kuwaitiani e la sua gestione affidata alla KIO. Alla FGF fu allocato il 50% degli asset della GRF in aggiunta ad una quota annuale pari al 10% di tutti i ricavi statali derivanti dal petrolio. La FGF nacque con l'obbligo di reinvestire ogni anno i profitti conseguiti secondo un'adeguata combinazione rischio rendimento e un orizzonte temporale di medio/lungo termine. La totalità degli asset dell'FGF fu investita all'estero e fu impedito di ritirare i fondi pena sanzioni legali. La politica di investimento del governo ha ricoperto un ruolo cruciale nel sostegno all'accumulazione patrimoniale del fondo. A partire dai primi anni '80 i rendimenti generati dagli investimenti esteri del fondo superarono i ricavi correlati alla vendita diretta del petrolio. Il secondo shock petrolifero, successivo alla rivoluzione iraniana, provocò un notevole aumento delle riserve finanziarie detenute dal Kuwait, il cui valore quadruplicò tra il 1979 e il 1982. Con l'incremento della ricchezza legata al greggio e con gli aumentati rendimenti degli investimenti si rese necessaria l'istituzione di un organo di gestione del patrimonio più grande e sofisticato. Esigenza che portò alla fondazione della Kuwait Investment Authority, KIA, nel 1982. La KIO, attore principale nella gestione della ricchezza sovrana nazionale fin dalla costituzione del primo fondo sovrano kuwaitiano, passò sotto la responsabilità generale e la direzione della neonata KIA. In ossequio a quanto previsto dalla legge n. 47 del 1982 la KIA fu istituita come entità legale indipendente, soggetta al controllo del ministro delle finanze del Kuwait. Alla KIA fu assegnato il compito di gestire e controllare tutte le operations della FGF e della GRF per conto del governo. Il

principale obiettivo alla base della costituzione della KIA fu la volontà di implementare e rendere più efficienti i processi decisionali, la politica di investimento e la gestione delle operations. Con il tempo alla KIA fu demandata anche la gestione delle riserve finanziarie. La KIA divenne presto l'organizzazione madre della KIO a cui fornì diverse linee guida sia in merito alla gestione delle attività svolte che alla struttura organizzativa adottata. La KIA si rivelò fondamentale per lo sviluppo della ricchezza sovrana del Kuwait i cui investimenti esteri realizzarono oltre 6,8 miliardi di dollari nel 1987, ben al di sopra dei 5,4 miliardi conseguiti con la vendita del petrolio.

Il ruolo svolto dal fondo sovrano kuwaitiano durante l'invasione irachena e negli anni immediatamente successivi alla liberazione fu centrale per il paese. In qualità di principale istituzione finanziaria all'estero la KIO ha ricoperto una funzione centrale nella gestione degli asset esteri del paese durante gli anni dell'invasione, incluso fornire fondi per i Kuwaitiani esiliati e finanziare i progetti di ricostruzione dopo la liberazione.

I ricavi totali del governo del Kuwait subirono notevoli fluttuazioni tra gli anni '80 e gli anni '90. Il prezzo del greggio si ridusse drasticamente tra il 1986 e il 1987 con pesanti ripercussioni sul valore della ricchezza nazionale. In risposta alla contrazione dei ricavi correlati alla esportazione di petrolio il governo adottò una rigida politica fiscale e tagliò la spesa pubblica per consentire alla KIA di continuare il processo di accumulazione di risorse.⁸

L'invasione irachena dell'agosto 1990 interruppe il trend di ripresa economica impattando negativamente sulla ricchezza nazionale e sul valore degli investimenti esteri. Come conseguenza della invasione le regolari attività economiche furono sospese per l'interruzione della vendita del petrolio. L'invasione e la successiva occupazione del Kuwait portarono alla distruzione degli asset tangibili e dei servizi amministrativi e sociali e all'esilio di più di metà della popolazione. Effetto dell'invasione furono deficit nella bilancia dei pagamenti, squilibri nel mercato finanziario domestico, interruzione del commercio estero e paralisi del mercato del lavoro. Più del 60% della ricchezza

⁸ Hindelang S., *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investments*, 2009.

legata al greggio, per un valore di oltre 10 miliardi di dollari, fu distrutta. L'economia nazionale fu inoltre messa a dura prova per le spese di liberazione e ricostruzione del paese⁹.

Tra i fattori che influirono negativamente sul valore degli asset esteri del Kuwait come conseguenza bellica rientrano:

- Forte calo della produzione e della esportazione di petrolio
- Riduzione del reddito generato dagli investimenti
- Ingenti spese legate a Desert Shield- Desert Storm operations
- Costi legati alla ricostruzione delle infrastrutture del paese dopo la liberazione
- Maggiori pagamenti governativi per salari e stipendi.

In tale periodo l'economia nazionale sperimentò una drastica flessione del reddito legato agli investimenti che passò dal 27% del PIL nel biennio 1989-1990 a meno dell'8% tra il 1994 e il 1995. Nel biennio 1990/91 i ricavi si contrassero di oltre il 66% a fronte di un incremento delle spese pari al 126%, di cui l'80% indirizzato a governi esteri per coprire in parte le spese di liberazione legate alle operazioni Desert Shield, Desert Storm. Il Kuwait contribuì alle spese militari per contrastare l'invasione irachena per 21,6 miliardi di dollari e siglò contratti di acquisto di armi nel 1994 per circa 6 miliardi. Durante l'invasione e negli anni immediatamente successivi il governo fu costretto a sospendere l'esportazione del petrolio poiché gli iracheni avevano distrutto 742 dei 1080 pozzi di petrolio del Kuwait. Lo stato accumulò un deficit pari al 120% del PIL, poi finanziato ricorrendo alle riserve finanziarie.

Solo nel 1994 la capacità produttiva e di raffinazione del Kuwait tornò ai livelli pre-occupazione, ripartì l'esportazione del greggio che raggiunse i due milioni di barili al giorno. Il riavvio dell'export fu il traino della ripresa economica e consentì al governo di ripagare il debito contratto e al PIL di raggiungere livelli di normalità. I costi totali dei sette mesi di invasione irachena e delle spese di liberazione e ricostruzione raggiunsero quasi i 67 miliardi di dollari. Oltre un quarto di tale ammontare era costituito dal debito rimesso ai cittadini kuwaitiani. Le spese di post- liberazione lasciarono l'economia del Kuwait con

⁹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 39-42.

riserve finanziarie drasticamente ridotte e pari al 40% del valore pre-invasione, passando da 100 a 46,7 miliardi di dollari.

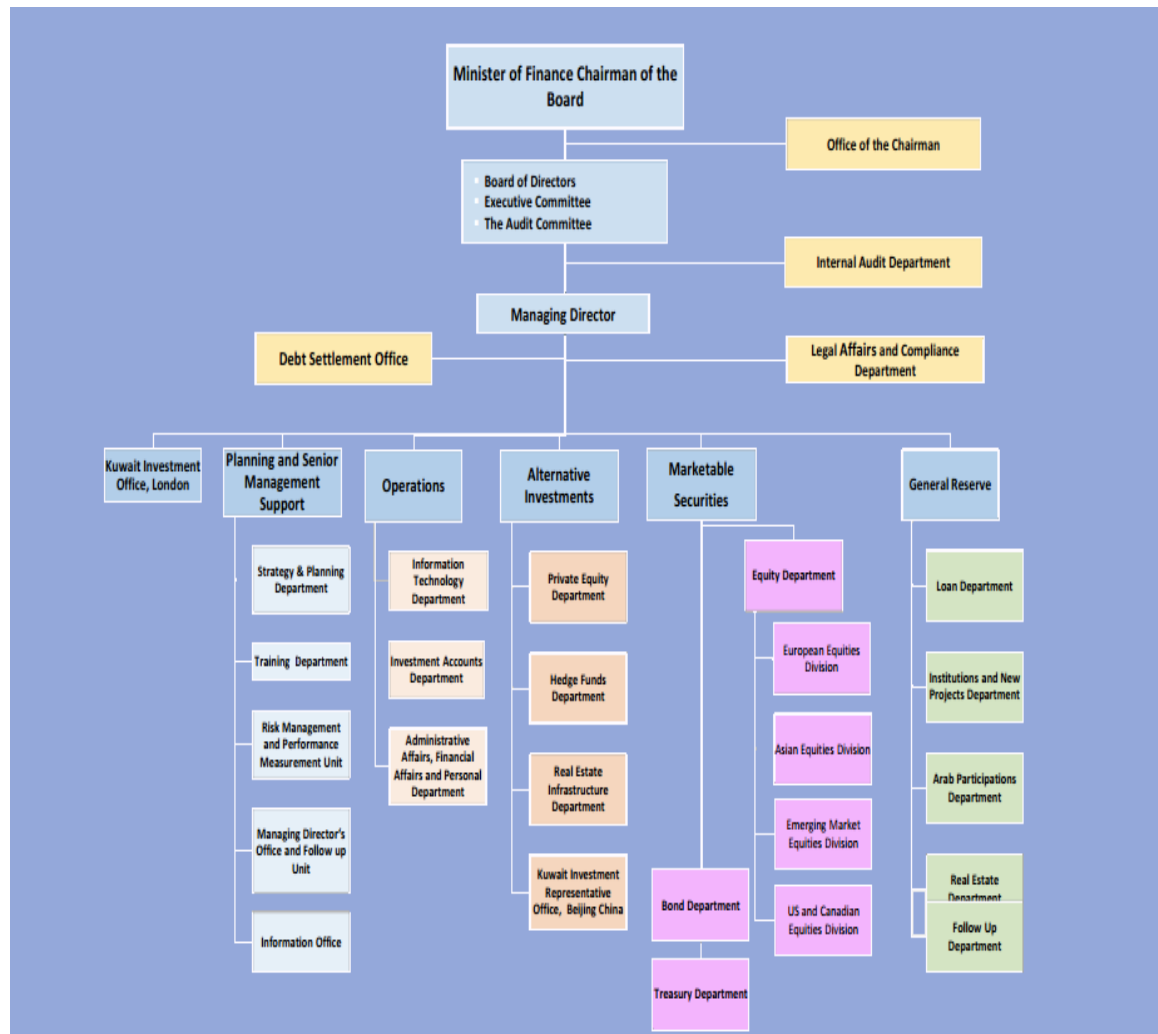
4.1.2 Struttura di Governance e Scandalo Torras, esempio di debolezza manageriale

La KIA è governata da un Consiglio di Amministrazione presieduto dal Ministro delle Finanze e composto poi dal Ministro dell'Energia, dal Governatore della Banca Centrale, dal Sottosegretario del Ministro delle Finanze e da cinque membri esponenti del settore privato. I membri del CDA sono nominati per un periodo di quattro anni, rinnovabile, dal Consiglio dei Ministri con un *Amiri Decree*. Il CDA è responsabile degli affari della KIA e detiene tutti i poteri necessari a conseguire i propri obiettivi che principalmente consistono nella formulazione della politica generale del fondo, nella supervisione dei suoi risultati, nella preparazione dei programmi di investimento, nella adozione e amministrazione delle politiche finanziarie e manageriali necessarie, nella redazione e approvazione del bilancio del fondo.

Il presidente del Consiglio di Amministrazione è ufficialmente responsabile delle comunicazioni tra la KIA e il governo. Sottopone il progetto di bilancio annuale al Consiglio dei Ministri insieme ad un report dettagliato sulle attività del fondo e sugli asset investiti. Al presidente è inoltre affidato il compito di redigere report per valutare la performance del SWF, in accordo con le politiche governative in merito allo sviluppo a lungo termine del Kuwait. Sin dalla istituzione della KIA il presidente del CDA è stato quasi sempre scelto tra i membri della famiglia reale. Il CDA prevede poi al suo interno l'istituzione di un comitato esecutivo composto da cinque membri, tutti facenti parte del CDA e almeno tre esponenti del settore privato kuwaitiano. Il consiglio nomina poi tra i rappresentanti del settore privato un presidente di tale comitato esecutivo che ricopre inoltre la carica di amministratore delegato della KIA, responsabile delle attività giornaliere del fondo sovrano. A partire dal febbraio 2012 solo un membro del CDA è un esponente della famiglia reale, ed è anche il ministro dell'energia. A partire dagli anni '90 e principalmente in risposta allo scandalo

Torras il governo del Kuwait ha mirato a ridurre il coinvolgimento della famiglia reale nella gestione della KIA. Tale scandalo sottolineò la necessità di distinguere la ricchezza nazionale dagli asset detenuti individualmente dalla famiglia reale e la necessità di procedure e sistemi di controllo ben definiti per supervisionare l'attività del fondo sovrano.

Figura 4.2 – Struttura organizzativa di KIA



Fonte: Kuwait Investment Authority, 2015

Tabella 4.4 - Presidenti della KIA dal 1982 ad oggi

Nome	Anno
Abullatif Yousif al- Hamad	1982
Sheik Ali Al- Khalifa Al-Athbi Al- Sabah	1983
Jassem Mohammed Al- Khorafi	1985
Sheik Ali Al- Khalifa Al-Athbi Al- Sabah	1990
Nasser Abdullah Al-Roudhan	1991
Sheikh Dr. Ali Salem Al-Ali Al- Sabah	1998
Sheikh Dr. Ahmed Abdulla Al-Ahmed Al- Sabah	1999
Dr. Yousif Hamad Al- Ibrahim	2000
Sheikh Dr. Mohammed Sabah Al-Salam Al-Sabah	2003
Mahmoud Abdul- Khaliq Al-Nouri	2003
Bader Meshari Al- Humaidhi	2005
Mustafa Jessem Al- Shamali	2007
Dr. Naif Falah Mubarak Al- Hajraf	2012
Mustafa Jessem Al- Shamali	2012
Sheikh Salem Abdul- aziz Al- Sabah	2013
Anas Khaled Al- Saleh	2014

Fonte: Kuwait Investment Authority, 2015

Tabella 4.5 - Managing Director della KIA dal 1982 ad oggi

Nome	Anno
Dr. Fahad Mohammed Al- Rashed	1982
Abdulla Ahmad Al- Qabandi	1991
Ali Abdulrahman Al- Rashid Al- Bader	1993
Abdulmohsen Yousif Al- Hunif	1999
Saleh Mubarak Al- Falah	2000
Bader Mohammed Al- Sa'ad	2003

Fonte: Kuwait Investment Authority, 2015

Tabella 4.6 - Consiglio di Amministrazione della KIA

Nome	Carica
Mr. Anas Khaled Al- Saleh Vice Primo Ministro e Ministro delle Finanze del Kuwait	Presidente del Consiglio di Amministrazione dal 2014
Dr. Mohammad Ypusef Al- Hashel Governatore della Banca Centrale del Kuwait	Membro del Consiglio di Amministrazione della KIA dal 2012
Dr. Ali SALEh Al- Omair Ministro del Petrolio del Kuwait	Membro del Consiglio di Amministrazione della KIA dal 2014
Khalifa Musa'ad Al- Hamad Sottosegretario del Ministro delle Finanze del Kuwait	Membro del CDA e del Comitato Esecutivo della KIA
Mr. Abdullatif Yousef Al-Hamad	Membro del Consiglio di Amministrazione della KIA dal 1992
Mr. Abdullah S.A. Al- Humaidhi	Membro del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo della KIA dal 1997
Mr. Bader M. Al Saad	CEO della KIA dal 2003 e Presidente del Comitato Esecutivo della KIA
Hilal Meshari Al- Mutairi	Membro del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo della KIA dal 1997
Mustafa Jassem L- Shamali	Membro del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo della KIA

Fonte: Kuwait Investment Authority, 2015

A partire da metà degli anni '80 il Kuwait ha avviato una politica di investimenti in Spagna per un valore complessivo di cinque miliardi di dollari. In un breve lasso temporale la KIO finanziò l'acquisizione di diverse imprese industriali spagnole. All'apice del loro valore le imprese spagnole partecipate dal Kuwait, che operavano in una vasta e diversificata gamma di settori dal chimico all'alimentare al Real Estate, detenevano asset per oltre sette miliardi di dollari. Dal 1992 l'impero kuwaitiano in Spagna iniziò a vacillare, i debiti aumentarono e le imprese finanziate divennero insolventi. Dal tracollo emerse un vivo dibattito circa la necessità di minimizzare l'intervento della famiglia reale kuwaitiana nella gestione della ricchezza nazionale. La situazione spagnola minò a livello internazionale la credibilità e la solidità dell'economia del Kuwait, già profondamente segnata dagli esiti disastrosi della invasione irachena. L'ira dell'opinione pubblica fu aizzata dalla stampa e la crisi spagnola fu additata come il peggior episodio di sfruttamento e cattiva gestione dei fondi pubblici e di tradimento della fiducia riposta dai cittadini nelle autorità. La partecipazione più rilevante acquisita dal Kuwait era concentrata nel Grupo Torras, impresa conglomerata. Javier de La Rosa, famoso finanziere catalano, svolse un ruolo centrale nella costruzione dell'impero spagnolo della KIO e ricoprì la carica di vice presidente del Grupo Torras.¹⁰ Entrato nel mondo della finanza molto giovane de La Rosa svolse diverse funzioni tra cui quella di direttore generale del Banco Garriga Nogues, che perse oltre un miliardo di dollari nel 1985. Sebbene de La Rosa avesse lasciato tale incarico prima del dissesto finanziario molti rumors lo davano coinvolto nella frode. Dopo il disastro del Gruppo Torras la nomina di de La Rosa fu duramente criticata dai cittadini kuwaitiani. Utilizzando i fondi della KIO de la Rosa si fece strada rapidamente nelle imprese di Real Estate, chimiche, alimentari. Tutte le imprese partecipate dalla KIA passarono sotto il diretto controllo del Grupo Torras. Quando de La Rosa si accingeva a lasciare il gruppo la sua ricchezza personale era di molto superiore al patrimonio posseduto prima di entrare a far parte del gruppo. Tra i suoi asset figuravano l'80% di una holding company privata, Queil Espana, e il 25% in una delle tre principali emittenti televisive private, Tele 5. I rapporti lavorativi tra de

¹⁰ Baklin A. et al., *Legislative Politics in the Arab World*, 1999.

La Rosa e la KIO si protrassero per sei anni e iniziarono nel 1984 quando il primo concluse un affare molto vantaggioso per conto della seconda acquisendo una piccola impresa cartiera catalana, la Inpacsa. Da allora la strategia di investimento della KIO in Spagna si trasformò da segreta e prudente in aggressiva e speculativa mirante alla creazione di un vero e proprio impero. Nell'arco di sette anni la KIO divenne il principale investitore industriale in Spagna. De la Rosa riuscì infatti a convincere le autorità kuwaitiana delle enormi possibilità fornite dalle prospettive di un prossimo boom economico spagnolo e i manager della KIO si affidarono completamente alla sua guida. Il Gruppo Torras costituiva il principale investimento spagnolo del Kuwait, il suo valore ammontava all'incirca a due miliardi di dollari e il cui capitale apparteneva per il 77% alla KIO e per il restante 23% a de La Rosa e altri. Al fine di evitare di essere identificato come investitore la KIO acquisì le partecipazioni nelle imprese spagnole indirettamente, attraverso conti offshore per poi venderle a Torras e accumulare profitto quando fosse aumentato il prezzo delle azioni. Torras diveniva dunque l'acquirente finale delle azioni al prezzo più alto il cui acquisto era finanziato attraverso diversi prestiti bancari. Tale strategia mirava a mantenere Torras ad un moderato livello di profitto per ridurre l'imposizione fiscale e consentire allo stesso tempo alla KIO di guadagnare rivendendo le azioni. Ciò portò l'indebitamento di Torras ad un livello eccessivo e insostenibile ed espose la società ad ogni turnover del mercato. A partire dal 1989 gli investitori iniziarono a perdere fiducia in Torras. A partire dal 1992 la KIO si ritrovò costretta a fornire liquidità alle imprese spagnole ogni mese, per un valore annuale pari a 200 milioni di dollari necessari a ripagare gli interessi dei debiti bancari contratti e le spese correnti delle imprese. I debiti sottoscritti ammontavano a due miliardi verso le banche spagnole, duecento milioni verso Credit Suisse e altrettanti verso Bank of America. Il Gruppo Torras destò preoccupazione e sospetto: il governo spagnolo pretese spiegazioni e avviò procedure di verifica e controllo. Il principe ereditario e primo ministro kuwaitiano, Saad Abdallah al Sabah, annunciò di aver affidato alla società di consulenza KPMG, già incaricata di svolgere funzione di auditing per gli investimenti della KIA, la supervisione e il controllo dell'operato del gruppo. Le perdite subite nel 1991 furono stimate intorno ai 513 milioni di dollari. La KIO

ripagò i debiti ma come risultato del fallimento del gruppo Torras 25 mila persone persero il posto di lavoro. Diverse furono le motivazioni all'origine dello scandalo Torras tra cui la mancanza di un adeguato sistema di controllo e supervisione da parte delle autorità kuwaitiane cui si aggiunsero gli esiti disastrosi dell'invasione irachena. Alcuni rumors dell'epoca sostenevano che due dei cinque miliardi persi nel dissesto furono trasferiti alla famiglia reale esiliata durante l'occupazione. Un funzionario spagnolo del ministero delle finanze intervistato nel 1993 dal New York Times riferì così la propria opinione: "La cosa straordinaria in tutto ciò è la totale assenza di controlli; una dozzina di funzionari kuwaitiani gestiva oltre 70 miliardi di dollari a Londra senza alcuna forma di controllo. In definitiva i cittadini kuwaitiani sono stati derubati. In Spagna i loro soldi sono stati utilizzati soprattutto per le commissioni e i profitti di pochi insiders."¹¹

I funzionari del Kuwait incolparono la cattiva gestione, la scarsa pianificazione finanziaria, la debole regolamentazione governativa della Spagna. I manager della KIO affermarono di essere vittime delle cattive condizioni economiche della Spagna che coincisero con l'impatto della Guerra del Golfo. Dal canto suo de La Rosa sostenne di essere stato il bersaglio del forte potere politico dei kuwaitiani e del rafforzamento dell'opposizione dopo le elezioni parlamentari del 1992 che si tradussero in un indebolimento della famiglia reale accusata nelle persone di Sheikh Fahad e Sheikh Ali Khalifa, cugini dell'emiro, dello scandalo Torras. De La Rosa ribadì più volte la propria innocenza, che il profitto conseguito era legittimo e che aveva agito unicamente seguendo le indicazioni della KIO. In un'intervista del 1993 all' *Independent de La Rosa* affermò: "Io sono a conoscenza dei 300 milioni di dollari del Grupo Torras destinati a pagamenti politici per sostenere gli sforzi bellici, ma ancora una volta ho agito unicamente seguendo le indicazioni di Londra".

Diverse accuse penali furono mosse dagli avvocati del governo kuwaitiano ai danni di de La Rosa. Un giudice di Barcellona rigettò tutte le accuse e si ricorse in appello. All'indomani dello scandalo e degli ingenti costi di ricostruzione successivi alla liberazione tra i cittadini kuwaitiani si diffuse un clima di preoccupazione e malcontento e il governo impose alla stampa locale di non

¹¹ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 43-46.

pubblicare ogni giorno le vicende legate al gruppo Torras. Ali Rashid Al- Bader sostituì Sheikh Fahad come nuovo presidente della KIO nel febbraio 1992. Il nuovo management della KIO iniziò a rintracciare tutti gli investimenti spagnoli e i tre principali funzionari dell'autorità furono indagati. L'allora ministro delle finanze, Nasser Al-Rodhan diede istruzione di confiscare i beni dei tre funzionari coinvolti direttamente nello scandalo tra cui vi erano:

1. Sheikh Fahad; cugino dell'emiro e presidente della KIO tra il luglio 1984 e l'agosto 1992. Funzionario del ministero delle finanze fino al 1964, anno in cui divenne manager amministrativo della KIO. Tre anni dopo nel 1967 ottenne l'incarico di manager generale della KIO.
2. Fouad Jaffar; vicepresidente e general manager della KIO dal 1 luglio 1984 al 21 aprile 1990. All'indomani dell'occupazione irachena tornò come volontario negli uffici della KIO dove svolse funzioni di ausilio e supporto e non esecutive come affermò egli stesso alla Royal Court of Justice di Londra.
3. Sheikh Khaled; il membro più giovane della famiglia Al- Sabah e laureato alla London University. Già durante il percorso accademico iniziò a lavorare nella KIO e a partire dal 1983 divenne analyst per il dipartimento giapponese dell'autorità. Nel 1987 fu promosso ad assistant general management e nel 1989 divenne vice general manager.

Anche la reputazione di Ali Al- Khalifa Al- Sabah, ministro del petrolio prima dell'invasione irachena e ministro delle finanze durante l'occupazione, fu gravemente danneggiata dallo scandalo Torras.

Il dibattito intorno al dissesto del gruppo fu molto intenso e il governo kuwaitiano diede mandato alla Corte Suprema spagnola di procedere contro de La Rosa, i tre funzionari della KIO e altri quattro spagnoli per perdite pari a 870 milioni di dollari, per falsificazione dei bilanci e dei documenti pubblici, per frode, manipolazione dei prezzi e per evasione fiscale. Inoltre, nello stesso anno, il parlamento del Kuwait propose una class action contro i dipendenti della KIO in Gran Bretagna e pretese spiegazioni in merito agli investimenti realizzati e ai salari pagati ad un gran numero di funzionari pubblici, che divennero presto il

principale motivo di accusa rivolto alla famiglia reale. Il parlamento varò una legge nel 1993 sugli investimenti che prevedeva di rendere immediatamente note tutte le informazioni sui finanziamenti pubblici e sulle partecipazioni statali superiori al 25%. Furono previste sanzioni di differente gravità, fino all'ergastolo, per chiunque avesse indebitamente utilizzato i fondi del Kuwait. La Commercial Court di Londra ritenne Sheikh Fahad colpevole di aver agito ai danni della sussidiaria spagnola della KIO per appropriarsi dei suoi fondi e di essere responsabile di un danno economico pari a 500 milioni di dollari. In sua difesa lo sceicco affermò di aver agito nell'esclusivo interesse del suo paese e di aver utilizzato il denaro per finanziare gli sforzi bellici per la liberazione del Kuwait. Fouad Jaffar fu ritenuto reo di appropriazione indebita di denaro e non si appellò a tale sentenza. Lo scandalo non investì unicamente la Spagna, a Parigi le autorità francesi chiusero la Kuwaiti French Bank per condurre un'indagine sugli asset mancanti della banca. Anche un fondo di investimento in Svizzera, incaricato della gestione degli asset del Kuwait, fu accusato di frode. La natura e l'estensione dello scandalo e del dissesto economico dimostrarono come negli anni precedenti nonostante gli sforzi per implementare procedure di controllo adeguate ed efficienti, i senior manager di Londra fossero sempre riusciti a mantenere opaca e poco trasparente la gestione del patrimonio della KIA, fornendo informazioni circoscritte e non esaustive. I tentativi del governo di esercitare un controllo maggiore sull'attività della KIO non ebbero mai successo. All'epoca due membri della famiglia reale Fahd Al- Mohammed Al-Sabah e Ali Al-Khalifa detenevano il maggior controllo gestorio sulla KIO e l'unica figura governativa più importante di loro era l'emiro. Questo ultimo non esercitò mai la propria supremazia nelle decisioni e non si contrappose ai due esponenti della famiglia reale per la natura della relazione con questi. I rapporti tra il lato della famiglia reale dell'emiro e il lato dei Khalifa era già sufficientemente teso per una disputa che si protraeva da due generazioni, ossia da quando il nonno dei Khalifa fu ucciso dal nonno dell'emiro.¹²

Alla fine degli anni' 80 i rendimenti degli investimenti realizzati dalla KIA eguagliarono e in alcuni casi superarono i ricavi totali generati dal petrolio.

¹² Sauvart K.P. et al., *Sovereign Investments. Concerns and Policy Reactions*, 2012.

L'esperienza disastrosa della KIO in Spagna segnò uno spartiacque nella storia della gestione della ricchezza sovrana del Kuwait.

La ricchezza del Kuwait all'indomani dello scandalo e dei costi per la liberazione era ai minimi storici e il governo non si limitò a perseguire giudiziariamente i responsabili del dissesto ma avviò un profondo processo di ristrutturazione organizzativa. Al comitato finanziario del parlamento fu assegnata la responsabilità di definire norme contabili e compiti di coloro chiamati a guidare la KIO dopo la crisi. Prima dello scandalo la KIO non era sottoposta al controllo del National Audit Office né del ministro delle finanze. Fu dunque predisposto un più complesso sistema di supervisione dell'attività dei fondi pubblici, funzione fino ad allora demandata agli esponenti della famiglia reale. Anche i processi decisionali fino allo scandalo erano nelle mani di pochissime persone. Dagli anni '90 il coinvolgimento della famiglia reale nella gestione della ricchezza del Kuwait gradualmente diminuì. Procedure e *operations* della KIA furono soggette a maggiori restrizioni e il governo assunse un ruolo maggiore nella definizione della strategia adottata dal fondo sovrano. La struttura organizzativa, le procedure di monitoraggio, la competenza tecnica, l'esperienza nella gestione del rischio e i processi di *decision-making* sviluppati per la KIA miravano ad evitare il ripetersi di ulteriori scandali pericolosi e nocivi per l'economia nazionale. Dal 2008 la KIA ha raggiunto un elevato livello di trasparenza, soprattutto se paragonato con gli indici dei principali fondi sovrani degli altri paesi del Golfo. Il coinvolgimento diretto del governo nella gestione della KIA ha come contro altare prodotto una maggiore lentezza burocratica, una conseguente minore efficienza delle decisioni assunte e possibili conflitti tra i membri del parlamento e il management del fondo sovrano¹³.

¹³ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 46-50.

4.1.3 Strategia d'investimento

In base a quanto affermato dalla KIA stessa tre sono i pilastri della sua strategia di investimento: sicurezza, incremento del reddito e protezione del capitale. Tale sintesi di obiettivi è il frutto di cinque decenni di esperienza accumulata fin dalla fondazione del primo fondo sovrano kuwaitiano. L'Authority ha, direttamente o indirettamente attraverso altri fondi, investito in un'ampia gamma di asset diversificata per appartenenza geografica e settoriale. Dagli anni '50 fino alla prima metà degli anni '80 il patrimonio della KIO era investito unicamente in Gran Bretagna. A partire dagli anni '70 gli investimenti furono per la prima volta indirizzati al mercato americano. La KIA concentrò i propri finanziamenti tra le 75 imprese americane più affidabili quotate sul New York Stock Exchange.

Mentre gli investimenti a Londra erano gestiti direttamente dai Manager della KIO, quelli a New York furono affidati alla supervisione di agenti esterni. Entrata nel mercato statunitense, la KIO divenne presto il maggior azionista delle suddette 75 società. Alla fine degli anni '70 le partecipazioni della KIO in tali imprese erano tanto rilevanti da consentirle di esercitare un'influenza significativa sulla formazione dei prezzi di mercato. La concentrazione degli investimenti in un numero limitato d'imprese espose la KIO ad ogni imprevista e pericolosa variazione nelle performance conseguite. Per proteggere e preservare la propria ricchezza, l'autorità avviò una diversa strategia finanziaria volta alla creazione di un nuovo e diversificato portafoglio e all'ingresso in nuovi mercati geografici. Nuove combinazioni di portafogli azionari furono sperimentate al di fuori di Inghilterra e Stati Uniti verso la Germania, la Svizzera, la Francia, il Belgio, l'Olanda e il Giappone e affidate alla gestione delle banche locali. La diversificazione avviata dalla KIO non fu di carattere esclusivamente geografico ma anche settoriale e l'autorità rafforzò la propria presenza sul mercato azionario americano partecipando in altre imprese meno sicure con finalità speculative. Prima della fine degli anni '80 gran parte della ricchezza kuwaitiana fu investita nelle economie occidentali a medio e lungo termine e interessò oltre 45 nazioni, la maggior parte delle quali appartenenti all'OECD. Le mete privilegiate rimasero Stati Uniti e Gran Bretagna

a cui si aggiunsero Francia e Germania. Alla fine della decade il Kuwait avviò una politica di investimenti diretti esteri rivolti alle economie emergenti quali Taiwan e Brasile. I dati forniti nel 1985 evidenziarono come la quota maggioritaria (60%) degli asset dell'FGF fosse allocata nel mercato domestico e la restante parte divisa nei paesi arabi per il 31%, in altri paesi esteri per il 5% e per il 4% in organizzazioni sovranazionali quali il Fondo Monetario Internazionale. Nello stesso anno l'autorità dichiarò l'intenzione di adottare una differente strategia di gestione del fondo destinando il 75% della ricchezza in paesi esteri non arabi, il 23% all'economia domestica e la restante quota ai paesi del Golfo. Con gli anni l'attenzione mondiale e di conseguenza quella del Kuwait si rivolse verso le economie emergenti e il mercato asiatico. La KIA istituì diverse società in Asia con lo scopo principale di rafforzare nel mercato locale gli investimenti kuwaitiani come ad esempio la Kuwait China Investment Company (KCIC), fondata nel 2005. La KIA tre anni dopo, nell'estate del 2008 annunciò inoltre di voler allocare 50 miliardi, o il 20% del suo patrimonio, nel mercato giapponese con l'obiettivo dichiarato di voler ribilanciare il proprio portafoglio. Nell'agosto dello stesso anno la KIA siglò altri rilevanti accordi finanziari con i paesi asiatici, destinando più di 27 miliardi in nove paesi tra cui Brunei e Filippine rivolti principalmente al settore energetico. L'allora ministro delle finanze kuwaitiano Mustafa Shamali commentò così su un giornale nazionale l'accordo: "Il valore degli accordi e dei protocolli economico-commerciali supera i 27 miliardi di dollari, con dai 3 ai 4 miliardi di investimenti e partnership commerciali con ciascun paese"; affermò inoltre la volontà del Kuwait di cooperare con Korea del sud, Thailandia e Filippine nell'*healthcare*.

Dal 1974 la strategia di investimento della ricchezza sovrana kuwaitiana, precedentemente focalizzata quasi esclusivamente su investimenti a lungo termine, cambiò direzione: il 60% della ricchezza fu impiegata in azioni, imprese industriali e immobiliari e il restante 40% in obbligazioni e titoli a medio/ lungo termine con scadenza maggiore di sette anni. Gli investimenti azionari furono utilizzati per contrastare gli effetti inflazionistici, quelli obbligazionari e i titoli per consentire un turnover del capitale liquido dell'autorità. Inoltre nuovi settori e nuovi mercati geografici furono aggiunti

all'universo finanziario della KIO. Nel 1974, attraverso la Kuwait Investment Company (KIC), la KIO entrò nel mercato immobiliare acquisendo Kiawah Island, il maggior resort sulla costa orientale dell'America e St Martins Properties a Londra. Sebbene la strategia di investimento dei fondi sovrani kuwaitiani sia cambiata in cinque decenni un aspetto è rimasto tuttavia immutato: il governo kuwaitiano è sempre stato un investitore paziente in tutte le realtà partecipate. I fondi sovrani kuwaitiani hanno in diverse occasioni agito da investitori stabili e di lungo periodo, evitando di allocare il patrimonio in imprese o settori differenti anche quando gli investimenti non erano profittevoli. L'esperienza della partecipazione del governo kuwaitiano in Daimler (maggior impresa produttrice di automobili in Germania) e in BP, storica impresa petrolifera britannica, dimostra il carattere "paziente" della gestione del patrimonio dal Kuwait. Il Kuwait divenne azionista di Daimler nel 1969 e contribuì alla acquisizione da parte del gruppo di Chrysler nel 1998. La fusione transatlantica dei due business non ebbe tuttavia successo e nel 2007 fu annunciata l'intenzione di vendere l'unità americana in perdita ad un fondo di private equity, Cerberus. Dopo la vendita di Chrysler la logica finanziaria avrebbe imposto che la KIA disinvestisse dall'impresa minando profondamente il già dissestato settore automobilistico americano. Al contrario il fondo decise di mantenere la propria partecipazione per non incrementare la volatilità dell'industria americana. Ulteriore prova della natura della strategia di investimento perseguita dalla KIA è fornita dalla partecipazione in BP. Nel 1986 il governo kuwaitiano decise di acquisire, attraverso la KIO, il 21,6% del capitale della BP, che all'epoca rappresentava il 7% degli investimenti esteri del paese. L'accordo destò non poche preoccupazioni a Londra il cui governo temeva l'influenza che il Kuwait avrebbe esercitato nella direzione di BP in qualità di azionista di maggioranza. Tre anni dopo la British Monopolies and Mergers Commission impose al fondo kuwaitiano la vendita di oltre metà della sua partecipazione azionaria. Nel 1989 BP annunciò l'acquisto dell'11,7% di azioni proprie dal Kuwait, riducendo la partecipazione di questo ultimo al 9,9%. Nel 1997 la KIA arrivò a detenere una partecipazione del 22% dopo la vendita di una tranches di azioni predisposta dal governo britannico all'indomani del lunedì nero per il mercato azionario. La KIA acquistò le azioni di un'impresa

molto rischiosa quando pochi altri investitori avrebbero fatto lo stesso. Meno di un anno dopo la partecipazione della KIA fu nuovamente soggette al controllo delle autorità per la concorrenza e la regolamentazione del mercato della Gran Bretagna che imposero al Kuwait di portare la propria quota al di sotto del 10% entro 12 mesi. Il valore e l'estensione della partecipazione detenuta dal fondo kuwaitiano avevano subito non poche fluttuazioni nel corso degli anni rispondendo alla necessità di iniezioni di liquidità da parte del governo britannico. Il governo del Kuwait agì da investitore paziente, incrementando la partecipazione nei periodi di crisi e riducendola quando imposto dalle autorità britanniche. In oltre mezzo secolo di attività, la strategia di investimento kuwaitiana ha causato un impatto minimo, se non positivo, sui mercati internazionali.

Con la crisi finanziaria del 2008 il governo del Kuwait, come molte altre economie colpite dalla crisi, affrontò una elevata domanda di liquidità nel mercato domestico. Come conseguenza di ciò la KIA ritirò dagli investimenti esteri 3,6 miliardi di dollari per sostenere l'economia nazionale e in particolare la borsa duramente colpita dalla crisi finanziaria globale. Tale strategia di supporto al mercato interno fu ripetuta più volte e la KIA nel 2011 annunciò l'intenzione di incrementare gli investimenti domestici. Il Kuwait come conseguenza della crisi aumentò la spesa sociale e il finanziamento delle infrastrutture per sostenere i consumi, riducendo in questo modo i flussi destinati alla KIA. Nel marzo del 2011 la KIA decise di allocare 3,6 miliardi di dollari nel mercato proprietario kuwaitiano. Tale decisione non fu senza precedenti ricalcando le decisioni prese già nel 2008 ma alla vecchia strategia si aggiunse un nuovo fattore, ossia la necessità di sedare in anticipo qualsiasi pericolosa rivolta dei cittadini suscitata dalle difficoltà economica e dai moti rivoluzionari della primavera araba.¹⁴

Il Kuwait è l'unico paese del GCC ad avere una definita politica di risparmio per il suo commodity sovereign wealth fund. La costituzione dello stato prevede infatti di destinare ogni anno fiscale il 10% del reddito derivante dal petrolio, qualunque sia il suo prezzo, all'FGF. La KIA è l'unica istituzione incaricata della

¹⁴ Hindelang S., *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investments*, 2009.

gestione dei fondi sovrani kuwaitiani, l'FGF e il GRF. Essa ha diversificato la ricchezza sovrana nazionale investendo in un'ampia gamma di settori e in diversi mercati geografici. La strategia di investimento del fondo è disegnata per includere varie tipologie di asset tra cui Real Estate, azioni, obbligazioni a reddito fisso sia in Nord America che nelle economie "emergenti" in Asia verso cui l'interesse della KIA è iniziato a partire dal 2005. Governance e struttura gestionale del fondo sovrano kuwaitiano sono state sviluppate e implementate in più di cinque secoli di *operations*. Rispetto agli altri fondi sovrani dei paesi del Golfo la KIA ha una relazione più chiara con l'élite politica del paese, frutto del sistema parlamentare adottato dal Governo. Il paese ha adottato stringenti misure di supervisione che prevedono il coinvolgimento diretto del parlamento nella definizione della strategia perseguita a partire dagli anni'90 dopo lo scandalo Torras. Il sistema di monitoraggio ha avuto l'effetto di burocratizzare i processi decisionali, rendendoli più lenti e meno efficienti congiuntamente al beneficio di aver ridotto drasticamente il rischio di default finanziario e frode. Come la maggior parte dei fondi sovrani del GCC la KIA è un investitore passivo che ha rinunciato quasi sempre ad esercitare diritti amministrativi nelle imprese finanziate. La politica di investimento della KIA, così come dimostrato dai casi BP e Chrysler, si è rivelata essere improntata ad una gestione paziente volta alla costruzione di un forte legame fiduciario e ad evitare tensioni dannose con i governi delle imprese finanziate. Infine il patrimonio della KIA a partire dalla crisi finanziaria del 2008 è stato rivolto soprattutto a sostegno della economia nazionale e delle istituzioni finanziarie domestiche. Inoltre in risposta alla Primavera Araba iniziata nel 2011 il governo ha sospeso le imprese domestiche con lo scopo di minimizzare i rischi politici e sociali di una rivolta nel paese con possibili ripercussioni drammatiche per l'economia kuwaitiana¹⁵.

¹⁵ Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, 2013, pp. 50-54.

4.2 Il fondo sovrano del Qatar: QIA

4.2.1 Storia e tratti distintivi

La QIA, Qatar Investment Authority, è l'unico fondo sovrano dello stato del Qatar, istituito nel 2005 dal governo per rafforzare l'economia nazionale. Prima della costituzione della QIA vi era una piccola squadra impegnata ad investire i surplus legati alla esportazione del greggio sotto il controllo del ministro delle finanze. Precedentemente nota come Consiglio supremo per gli affari economici e gli investimenti la QIA assume la sua configurazione attuale nel 2005 con la *Amiri Decision* No. 22 del 2005. In base a questa ultima compito primario dell'autorità consiste nello sviluppare, gestire e investire i fondi di riserve dello stato e le altre proprietà ad essa affidate dal Consiglio Supremo in base a piani, programmi e politiche stabiliti.¹⁶

E' possibile ripercorre brevemente le tappe salienti della nascita, sviluppo e affermazione della QIA negli ultimi 15 anni:

- 2000: Le origini della QIA risalgono al 2000, anno della fondazione del Supreme Council for the Investment of State Reserves, nato con lo scopo di investire i surplus di ricchezza del Qatar.
- 2005: Viene formalmente istituita la Qatar Investment Authority (QIA), con l'obiettivo di investire e gestire i fondi di riserve statali e gli altri asset assegnatagli dal Supreme Council for Economic Affairs and Investments, (SCEAI), secondo politiche, piani e programmi approvati dal Supreme Council.
- 2006: Inizia l'attività di investimento del fondo ed è formata la struttura organizzativa composta da un team preposto alla gestione degli investimenti, uno delle operations e un ultimo all'attività di risk management.
- 2008: Si riducono gradualmente gli investimenti in fondi di terzi e si avviano investimenti diretti.

¹⁶ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, p.73.

- 2009: Si stabilisce un nuovo team di investimenti, composto da: General portfolio, Financial Institutions e Real estate. Il Consiglio stabilisce di rendere più dinamico il processo allocativo e di focalizzarsi sulla selezione degli asset.
- 2010: la QIA istituisce programmi di formazione per i laureati con cittadinanza qatarina.
- 2011: Nasce il dipartimento della QIA di Capital Markets
- 2012: sono istituiti ulteriori settori specializzati tra i quali Commodities, Retail, Consumer e Infrastructure.
- 2013: Sheikh tamin Bin Khalifa Al Thani viene nominato Emiro del Qatr
- 2014: La QIA ospita il sesto annuale IFSWF, International forum of Sovereign Wealth Funds a Doha; nello stesso anno H.E. Sheikh Abdullah Bin Mohammed Al Thani è nominato CEO della QIA¹⁷.

Il Qatar è uno dei maggiori esportatori di gas naturali al mondo e pertanto alla QIA è demandata l'allocazione degli ingenti surplus derivanti da gas e altre risorse energetiche. Con un patrimonio di 256¹⁸ miliardi di dollari allocato sul mercato azionario, obbligazionario, del real estate delle economie occidentali e delle economie emergenti la QIA è il nono fondo sovrano al mondo per asset under management¹⁹.

Investendo in un portafoglio ben diversificato di asset a livello globale, la QIA persegue la sua mission di investire, gestire e accrescere le riserve del Qatar con lo scopo di generare valore a lungo termine per lo stato e per le future generazioni e di sviluppare la competitività della economica qatarina, facilitando la diversificazione economica e incoraggiando i talenti locali. Alla Missio fa da eco la Vision volta a far riconoscere la QIA come istituzione di investimento a livello mondiale e a renderla partner prescelto di investitori, sia finanziari che altri azionisti²⁰.

¹⁷ Qatar Investment Authority, 2015.

¹⁸ SWFI, 2015.

¹⁹ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, pp. 73-74.

²⁰ Qatar Investment Authority, 2015.

Cinque sono i valori ispiratori dell'operato della QIA e dei suoi dipendenti:

1. Integrità: la QIA e i suoi dipendenti si impegnano ad agire secondo i più alti livelli morali, etici e professionali.
2. Focus sulla mission: la QIA e i suoi dipendenti assolvono quotidianamente le proprie responsabilità guardando agli interessi dei cittadini del Qatar e focalizzandosi sulla mission da perseguire.
3. Eccellenza
4. Imprenditorialità
5. Rispetto per le persone ²¹

4.2.2 Struttura e Corporate Governance

Valori e principi della QIA caratterizzano tutti i livelli organizzativi e la struttura di governance del fondo. Sotto l'egida del presidente H.H. Sheikh Abdullah bin Hamad bin Kalifa Al Thani opera il consiglio di amministrazione cui è demandata l'implementazione degli obiettivi del fondo. Responsabilità chiave del CDA sono:

- Supervisionare l'aderenza a politiche di investimento, limiti e regolamenti approvati.
- Revisionare e approvare le principali decisioni di investimento
- Revisionare e valutare la performance degli investimenti
- Nominare il Team esecutivo.

Un team di manager esecutivi assiste il CDA nelle responsabilità assunte per le decisioni di business. La struttura organizzativa della QIA si avvale di un team formato da più di 100 esperti e investitori professionali provenienti da tutto il mondo. Tra le principali divisioni che supportano l'attività del CDA vi è il Group Internal Audit Department che svolge funzione di sorveglianza.

²¹ Qatar Investment Authority, 2015

Due sono i compiti principali svolti da questo ultimo:

1. Fornire una valutazione indipendente sui principali elementi del sistema di controllo interno della QIA.
2. Assicurare che tutte le politiche e le procedure previste siano attuate, aggiornate e prontamente eseguite.

Attualmente il Consiglio di Amministrazione della Qatar Investment Authority è così composto:

- Presidente: H.H. Sheikh Abdullah bin Hamad bin Khalifa Al Thani
- Vicepresidente: H.E. Sheikh Ahmed bin Jassim bin Mohamed Al Thani
- Membri: H.E. Ali Shareef Al- Emadi, H.E. Sheikh Abdullah bin Saoud Al Thani, H.E. Dr. Hussain Ali Al Abdulla
- CEO: H.E. Sheikh Abdullah bin Mohamed Al Thani cui è attribuita la responsabilità di eseguire e supervisionare le strategie di investimento e della gestione giornaliera del fondo. Il CEO nello svolgimento delle sue funzioni è supportato dal Management Team, composto dai senior leaders del Qatar²².

La struttura di governance e l'operatività del fondo sono improntati al rispetto dei Principi di Santiago, un insieme di 24 linee guida, a cui i paesi aderiscono su base volontaria, che definiscono le best practices per l'operatività dei fondi sovrani. I GAPP, Generally Accepted Principles and Practises, sono il frutto di uno sforzo congiunto del Fondo Monetario Internazionale e dell'International Working Group of Sovereign Wealth Funds. I Principi di Santiago coprono tre aree principali:

1. Cornice legale, obiettivi e coordinamento con le politiche macroeconomiche.
2. Cornice istituzionale e struttura di governance
3. Politiche di investimento e gestione del rischio

²² Qatar Investment Authority, 2015

La QIA ha preso parte alla elaborazione dei Principi di Santiago in rispetto dei quali si impegna ad osservare elevati standard in materia di trasparenza, corporate governance e principi contabili adottati.²³

La configurazione organizzativa della QIA prevede tre principali Investment Teams con responsabilità che spaziano dalla origine degli investimenti alla gestione di portafoglio. I tre Investment Teams sono:

1. Funds Investments: Tale dipartimento consente alla QIA di accedere a strategie di investimento e possibilità di co- investimento altrimenti non disponibili. Il team gestisce un portafoglio diversificato a livello globale, valutando ed effettuando investimenti indiretti tra differenti asset e settori.
2. Business Development: responsabili delle relazioni Government-to-Government riguardanti gli investimenti sia del Qatar che della QIA. Di norma tale dipartimento è utilizzato come primo punto di contatto per gli enti governativi in Qatar e come sostenitore e gestore delle Joint Venture attuate dalla QIA
3. Direct Investments: rappresenta la funzione centrale all'interno della strategia di investimento della QIA. Tale team si occupa della stipula degli accordi e della gestione degli investimenti. I settori di competenza di tale dipartimento sono molteplici e vitali per la operatività della QIA, tra questi vi sono:
 - Commodities
 - Financial Institutions
 - Industrials
 - Infrastructure
 - Real Estate
 - Retail and Consumer
 - Technology, Media, Telecoms

²³ Qatar Investment Authority, 2015

A questi tre Investment Team se ne affiancano altri due interni alla QIA specializzati nella esecuzione degli investimenti:

1. **Capital Markets:** tale team è responsabile della esecuzione di trades, hedge e structured product deals per il portafoglio della QIA. Il Team si occupa della strutturazione e della esecuzione delle operazioni approvate nei mercati internazionali e di mantenere le relazioni con i maggiori player dei mercati dei capitali. Tra le operazioni tipicamente implementate dal Capital Markets Team vi sono: investimenti azionari in imprese estere quotate; block trades in imprese estere quotate; IPOs; investimenti in strumenti ibridi e obbligazioni a reddito fisso; investimenti in opzioni.
2. **Mergers And Acquisition:** tale team guida la selezione e l'esecuzione di accordi e operazioni complesse tra i quali: offerte fuori mercato in imprese private; *block trades* in imprese quotate e non quotate; investimenti immobiliari e co-investimenti. *L'M&A Team* lavora a stretto contatto con *l'Investment Team* per la valutazione strategica e finanziaria degli accordi e con il *Capital Markets Team* per l'esecuzione di operazioni sul mercato azionario estero. Sia il *Capital markets team* che *l'M&A Team* sono supportati da banche di investimento e da altri *advisor* esterni in materia di *due diligence*, valutazione ed esecuzione delle operazioni.

All'*Investment Team* e al *Transactional Team* si affianca *l'Investment Support Department* che guida le attività di investimento lavorando a stretto contatto con gli altri dipartimenti. L'attività del dipartimento di *Investment Support* investe più aree dell'operatività del fondo, articolandosi in:

1. **Supporto legale:** tale dipartimento ha come obiettivi principali proteggere la QIA dai rischi di natura legale e assicurare che le transazioni e le *operations* siano svolte adeguatamente e in accordo con le leggi delle giurisdizioni in cui il fondo è attivo. Il dipartimento legale è articolato in cinque differenti unità: *M&A, Finance and Capital Markets,*

Tax, Compliance and Corporate Affairs. Le attività specifiche svolte dal Dipartimento Legale includono:

- Preparare i documenti legali per ogni transazione di investimento e per le altre materie legali
 - Implementare la due diligence fiscale, regolamentare e legale per tutte le transazioni di investimento.
 - Sviluppare la struttura legale, fiscale e regolamentare di tutte le transazioni di investimento.
 - Gestire i rapporti con le autorità di regolamentazione
 - Supportare il management in tutte le questioni legali interne e nella corporate governance
2. Gestione dei rischi: il Dipartimento di gestione del rischio è composto di tre unità, distinte per attività svolte e per tipologia di rischio. Queste tre unità includono: *Market Risk Management; Credit and Liquidity Risk Management; Operational Risk Management*.
3. Supporto Strategico: il Dipartimento Strategico supporta il CEO e il Senior Management nella definizione della strategia della QIA e nel rafforzamento del suo modello organizzativo e operativo. Le principali responsabilità del Dipartimento strategico sono:
- Definire le iniziative strategiche
 - Revisionare e supportare il modello operativo della QIA
 - Guidare l'implementazione dei piani strategici della QIA e i processi di gestione delle performance.
 - Supportare le strategie di investimento della QIA in ottica di implementazione degli investimenti e di successo in un contesto competitivo.
4. Corporate Affairs: tale dipartimento supporta il CEO e il CFO in materia di investimenti, struttura organizzativa e questione legate al Consiglio di Amministrazione.

Infine la struttura organizzativa del Fondo prevede un Dipartimento di supporto Operativo, l'Operational Support Department, che fornisce un supporto efficiente e di alta qualità necessario al conseguimento degli obiettivi della QIA. L'Operational Support Department si articola in diverse unità:

1) Finance: il Dipartimento finanziario è il principale custode degli asset del fondo, mantiene i conti in linea con gli standard globali assicurandone l'integrità e il rispetto degli *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Il Dipartimento persegue tre obiettivi principali:

- Salvaguardia degli interessi finanziari della QIA
- Assicurare l'integrità finanziaria della QIA
- Fornire un'adeguata struttura di controllo sui trasferimenti e sugli investimenti del fondo.

Per svolgere le proprie funzioni il dipartimento finanza della QIA è articolato in cinque differenti unità:

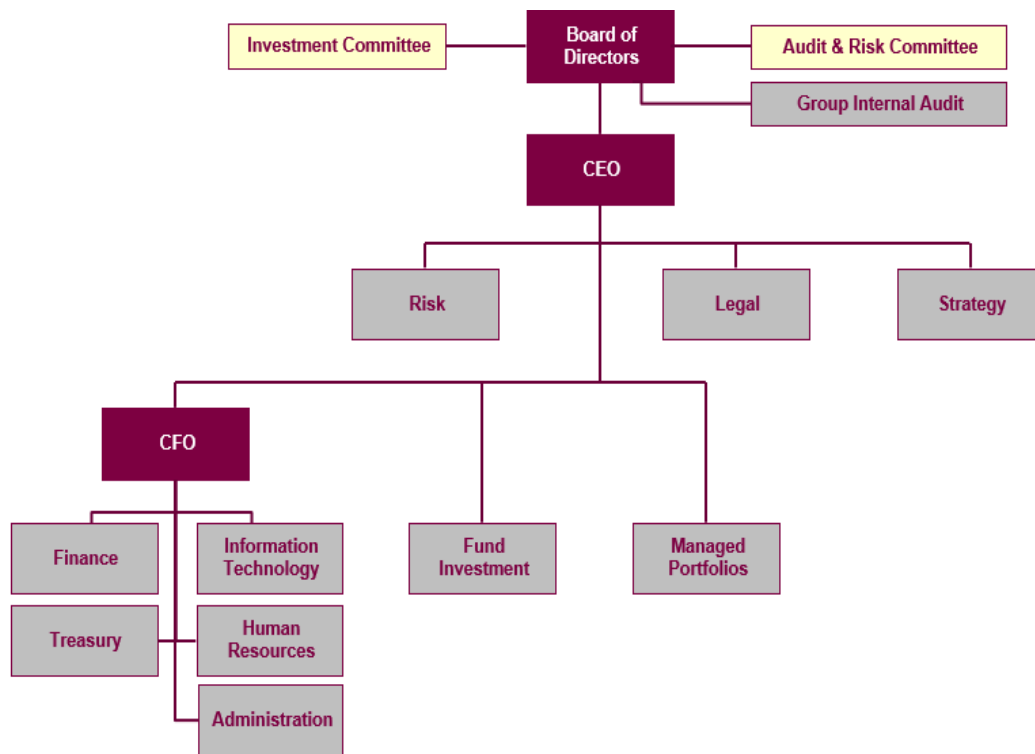
- Investment Operations, che include Data Management
- Investment Accounting and Performance Reporting
- Corporate GL & Consolidation
- Payments
- Budgeting and Valuation

2) Human Resources: il Dipartimento di Risorse Umane supporta la QIA nello sviluppo, nella creazione e nel mantenimento di una cultura improntata a performance e standard elevati. Il dipartimento è articolato in 4 unità:

- Recruitment: unità preposta alla selezione e all'attrazione dei talenti a livello locale e internazionale.
- Rewards: disegna e implementa programmi di remunerazione, allineandoli alle performance degli impiegati.
- Talent Management: crea e implementa programmi innovativi di sviluppo dei talenti
- HR services: gestisce il personale e i processi di pagamento.

- 3) Treasury: gestisce i fabbisogni di liquidità e le relazioni con le banche ed è responsabile del cash management
- 4) Information Technology: il dipartimento comprende tre aree principali: Application Systems; Infrastructure; Services & Security.
- 5) Administration: il dipartimento fornisce una vasta gamma di servizi alla QIA e copre tre aree principali:
 - General Services: si riferiscono ai servizi di logistica quali prenotazioni, trasporto e organizzazioni per eventi
 - Facilities Management: include alcuni servizi di supporto quali pulizia, sicurezza spese di manutenzione.
 - Procurement:²⁴

La figura 4.3 - Struttura organizzativa di QIA.



Fonte: Qatar Investment Authority, 2015

²⁴ Qatar Investment Authority, 2015

4.2.3 Strategia d'investimento

La configurazione della QIA e la sua corporate governance sono funzionali alla implementazione delle strategie di investimento del fondo.

Tra gli obiettivi primari della QIA vi è la creazione di valore per le generazioni future da implementare attraverso la costituzione di un portafoglio diversificato a medio lungo termine con un profilo di rischio moderato. L'approccio della QIA si basa su una prudente gestione del rischio conseguita tramite la ricerca di tassi di rendimento sostenibili e compatibili con i livelli di rischio definiti dal Supreme Council for Economic Affairs and Investments e dal CDA del fondo.

Gli investimenti della QIA ammontano a miliardi di dollari allocati principalmente nei mercati esteri in imprese, proprietà immobiliari, fondi. La QIA investe il proprio patrimonio, direttamente o indirettamente tramite altri fondi, a livello globale in diversi settori tra cui:

- Equities
- Crediti and fixed income securities
- Private Equity (off-market transactions in imprese non quotate)
- Real Estate
- Real Assets
- Multi- strategy

Per ogni investimento, sia diretto che indiretto, la QIA segue un medesimo processo di investimento che viene adattato poi al singolo caso specifico. Tale processo si distingue in quattro fasi principali:

1. Origination: Le fonti da cui traggono origine le operazioni della QIA sono molteplici e includono fonti proprietarie sia interne che frutto di partnership strategiche con ad esempio banche di investimento, fondi di private equity e governi. Nella fase di pre-screening degli investimenti sono condotte diverse analisi che includono una molteplicità di fattori tra cui il livello di rischio assunto e la compatibilità con la strategia del fondo in materia di settore, dimensione e area geografica.
2. Evaluation: fase cruciale nel processo di investimento, include l'implementazione della due diligence legale e finanziaria. I parametri

- chiave per valutare un investimento sono: due diligence fiscale e legale, dettagliata valutazione dei rischi e una dettagliata filosofia di investment
3. Execution: una volta approvati gli investimenti sono poi implementati dal dipartimento di Capital Markets e/o da quello di M&A, specializzati nella gestione e nella copertura dai rischi in operazioni complesse e nelle acquisizioni di asset.
 4. Active Portfolio Management: gestione attiva del portafoglio volta a implementarne il valore e a verificare eventuali disequilibri tra i risultati conseguiti e gli obiettivi prefissati.²⁵

Per ottimizzare l'operatività del fondo sono state costituite diverse sussidiarie come:

1. La Qatar Holding LLC, composta da Al Gharrafa Investment Company e da Qatar Holding Gold & Resources LLC
2. Delta Two LTD
3. Hassad Food, impresa di investimento agricolo
4. Qatari Diar, investitore real estate e impresa di sviluppo

La presenza di diverse sussidiarie ha favorito la diversificazione degli investimenti effettuati dalla QIA che alloca il proprio patrimonio in diversi tipi di imprese come i club sportivi, le imprese petrolchimiche, il settore automobilistico, il settore bancario e immobiliare.

La QIA ha dimostrato grande interesse per il settore del lusso: possiede il 5% delle azioni di Tiffany & Co, divenendone l'azionista di maggioranza nel 2013, investe in Fisker Automotive Inc., possiede il 17% di Volkswagen Group, il maggior produttore di automobili in Europa, proprietario di alcuni altri noti brand come Bentley, Audi, Skoda.²⁶

Perseguendo come obiettivo primario la riduzione del rischio legato alla dipendenza della economia nazionale dalle risorse energetiche, la QIA investe principalmente in settori distinti da quello energetico e in paesi esteri, principalmente Europa, Stati Uniti e Asia. La QIA ha incrementato la sua

²⁵ Qatar Investment Authority, 2015.

²⁶ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, pp.74-75.

partecipazione in Barclays nel 2008, portandola al 12,7%. La Qatar Holding LLC, a Sovereign Wealth Enterprises della QIA, ha acquistato nel 2012 il 3% della maggior impresa petrolifera europea, la Royal Dutch Shell.

Il governo francese captando fin da subito le potenzialità degli investimenti della QIA per lo sviluppo della economia francese ha adottato misure atte ad attrarre gli investitori come esenzione fiscale sulle proprietà immobiliare che ha portato ad un investimento di 4 miliardi di dollari della QIA. La QSI, Qatar Sport Investment, una sussidiaria della QIA ha acquistato il 100% delle azioni di un famoso club calcistico francese, il Paris Saint Germain con un accordo del valore di 130 milioni di dollari. Contestualmente il fondo ha poi investito altri 340 milioni di dollari per ingaggiare più di 15 tra i migliori giocatori al mondo per assicurarsi una stagione calcistica di vittorie e successi. Contemporaneamente la QIA ha investito massicciamente nel settore televisivo francese, finanziando la nascita di due nuovi canali tv con il nome di beIn sport. Tali canali si sono aggiudicati l'80% dei diritti sportivi per la trasmissione delle partite di campionato francese e della Europa League.

La QIA ha stipulato poi contratti bilaterali per la costruzione di infrastrutture con altri stati quali il Sud Africa nel 2009 e l'Indonesia nel 2010. Con la Malaysia ha stretto un accordo volto a investire nel settore petrolchimico per consentire alla Malesia di competere con la vicina città- stato di Singapore per il primato di Hub petrolchimico della regione.²⁷

²⁷ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, p.75.

4.3 Il Fondo Sovrano del Bahrain: Mumtalakat Holding Company

Mumtalakat Holding Company è l'unico fondo sovrano di ricchezza del regno del Bahrain, piccola isola situata vicino alle coste orientali del golfo persico. Mumtalakat Holding Company è stata istituita nel 2006 con decreto reale numero 64 del 2006 con lo scopo di diversificare le fonti di ricchezza per l'economia nazionale. È una holding company indipendente fondata per gestire le partecipazioni del governo del Bahrain in asset commerciali strategici. Mumtalakat è azionista di diversi business nazionali fornendo un contributo prezioso allo sviluppo del paese. Il fondo è stato istituito con lo scopo di implementare l'esecuzione di iniziative del governo per migliorare corporate governance e trasparenza, per cogliere opportunità vantaggiose e per conseguire l'eccellenza operativa negli asset di proprietà statale. Al 31 dicembre 2014 è stata rilevata la partecipazione, di minoranza o di maggioranza, del fondo sovrano del Bahrain in 38 imprese commerciali in aggiunta agli investimenti indiretti di fondi di terzi.

I principali obiettivi del fondo sono la salvaguardia della ricchezza nazionale a vantaggio delle future generazioni, la scelta di efficienti e vantaggiose opportunità di investimento per il governo attraverso cui affrancare l'economia nazionale dalle risorse naturali energetiche.

Mumtalakat Holding Company è nata con una mission e una vision ben definite.

La Mission del fondo si articola in 4 principali punti:

1. Team formato da individui di talento, selezionati e formati
2. Portafoglio ben diversificato ed equilibrato
3. Creazione di valore in asset strategici
4. Migliori standard di corporate governance e trasparenza

Alla mission del fondo fa eco la sua vision: accrescere la ricchezza della nazione in qualità di braccio di investimento del regno del Bahrain.

Sei sono i valori guida del fondo:

1. Integrity: le attività giornaliere devono essere svolte con onestà, affidabilità ed equità.
2. Trasparency: il fondo ha l'obiettivo di adottare i più elevati standard in materia di corporate governance, trasparenza e apertura.
3. Team Work: gli obiettivi del fondo devono essere il frutto dell'impegno congiunto e combinato delle diverse figure che ne costituiscono la struttura organizzativa.
4. Accountability: il fondo si impegna ad assumersi la responsabilità delle proprie scelte e a migliorare le performance conseguite.
5. Shareholder Value: il fondo si impegna a prendere decisioni di investimento equilibrate e vantaggiose
6. Corporate Responsibility: riconoscendo l'impatto delle proprie decisioni sull'ambiente economico e sociale circostante il fondo si impegna a cambiare positivamente il paese.²⁸

4.3.1 Struttura organizzativa e Corporate Governance: un fondo trasparente

La struttura organizzativa del fondo è articolata coerentemente con i principi di corporate governance del Bahrain contenuti nel "Code". Tale codice è il prodotto di diversi anni di studi e del contributo di un gruppo di esperti, accademici, banchieri, contabili, membri di spicco dell'economia del Bahrain e di altri advisors internazionali.

Il fondo stesso riferendosi al codice ne ha ribadito l'importanza affermando: "a principal purpose of the Code is to define the relationship between the board of directors, the managers, and the shareholders of a company to ensure transparency, accountability, fairness and responsibility in firms of all sizes".

Sebbene il codice si applichi alle sole società quotate Mumtalakat ne incoraggia l'adesione anche delle imprese finanziate non quotate. Il fondo, in virtù dell'impegno nel perseguire i migliori standard di corporate governance e di modellare le proprie operations in conformità con il Code, distribuisce ai suoi

²⁸ Mumtalakat, 2015.

rappresentanti nei consigli delle imprese finanziate un cosiddetto “Director’s handbook”, un insieme di linee guida che devono ispirare il comportamento degli amministratori del fondo. Il manuale definisce i processi chiave di corporate governance, i ruoli e le responsabilità degli azionisti e le modalità di nomina degli amministratori. Mumtalakat è soggetto al controllo di auditor interni ed esterni e del National Audit Offices of the Kingdom of Bahrain responsabili di supervisionare le operazioni del fondo.²⁹

Per ribadire l’impegno concreto e positivo del fondo nello stabilire prassi e pratiche adeguate di corporate governance, Mumtalakat ha volontariamente adottato i Santiago Principles, nati con l’obiettivo di incoraggiare l’adozione di strutture di governance trasparenti e solide da parte dei fondi sovrani.

Il consiglio di amministrazione è l’organo decisionale finale del fondo ed è nominato con mandato quadriennale e con risoluzione dell’Economic Development Board. Il consiglio di amministrazione, cui è demandata la gestione del fondo sovrano, è composto da 11 membri, inclusi esperti del settore pubblico e di quello privato. L’attuale CDA del fondo è composto da:

- H.E. Shaikh Khalid bin Abdulla Al Khalifa, vice primo ministro e presidente del CDA.
- H.E. Shaikh Ahmed bin Mohammed Al Khalifa, ministro delle finanze
- H.E. Shaikh Mohammed bin Essa Al-Khalifa, adviser politico ed economico alla HRH Crown Prince’s Court
- H.E. Mr. Kamal bin Ahmed Mohammed, ministro dei trasporti e delle telecomunicazioni
- H.E. Mr. Essam Abdullah Khalaf, ministro del lavoro e della pianificazione urbana
- H.E. Mr. Zayed bin Rashid Al Zayani, ministro dell’industria e del commercio
- Dr. Esam Abdulla Fakhro, vicepresidente della National Bank of Bahrain e presidente di Abdulla Yousif Fakhro & Sons Company
- Dr. Samer Al- Jishi , managing director of BFG International
- Mr. Redha Abdulla Faraj, fondatore di Al Faraj Consulting W.L.L.

²⁹ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, p. 78.

- Mr Khalid Al- Rumaihi, capo esecutivo del Bahrain Economic Development Board
- Mr. Mahmood hashim Al Koohe, CEO

Il Senior Management di Mumtalakat Holding Company è invece composto da:

- Mr. Mahmood hashim Al Koohe, CEO
- Mr. Zufe Ali, Chief Investment Officer
- Ms. Suha Karzoon, CFO

Il compito principale del CDA è la promozione, e il successivo conseguimento, di performance sostenibili e di crescita a lungo termine del valore per gli azionisti. È inoltre responsabilità del Consiglio assicurare che il fondo operi in conformità ai più elevati standard di trasparenza e di corporate governance. Il CDA del fondo si riunisce almeno quattro volte l'anno, revisiona e approva lo strategic business plan del fondo, monitora il sistema di controllo del fondo, delega funzioni e responsabilità e nomina i membri dei vari comitati.

Vi sono tre principali comitati che formano la struttura organizzativa del fondo:

1. Board Investment Committee: comitato indipendente e non esecutivo, composto da almeno un amministratore indipendente. Si riunisce almeno quattro volte l'anno per revisionare e approvare le opportunità di investimento e di disinvestimento, valutare i rischi di credito e le altre questioni specifiche correlate agli investimenti.
2. Board Audit & Risk Committee: assiste il CDA svolgendo una funzione di sorveglianza sui principi contabili, sul sistema di controllo interno, sui processi di gestione del rischio e sui requisiti legali e regolamentari. Il comitato deve supportare il Consiglio di Amministrazione nella valutazione dei rischi finanziari assunti, nella approvazione dei piani di Audit interni predisposti dall'Auditor Interno, nella valutazione della indipendenza, dell'efficacia e della adeguatezza delle procedure e dei sistemi del fondo e della loro aderenza alle norme interne e ai principi di regolamentazione. Tale comitato si riunisce almeno quattro volte l'anno

è composto da almeno tre membri, tutti amministratori indipendenti e non esecutivi, nominati dal CDA.

3. Board Compensation & Governance Committee: assiste il CDA nella scelta e nella nomina di manager di sotto- comitati, nella formulazione di adeguate politiche di compenso e remunerazione dei dipendenti, soprattutto per i manager esecutivi. Il comitato supporta poi il presidente del CDA nella valutazione della performance del consiglio e dei sotto- comitati specializzati e stabilisce la struttura organizzative del fondo. Tale comitato è composto da tre membri indipendenti e non esecutivi nominati dal CDA³⁰.

Una delle principali funzioni all'interno della struttura organizzativa del fondo è il Risk Management, che supporta il senior management e il CDA nel controllo dei processi di gestione del rischio per assicurare che i principali rischi siano appropriatamente identificati e valutati dunque controllati, evitati e/o mitigati. La gestione del rischio è un aspetto cruciale dell'operatività del fondo senza la quale non sarebbe possibile il perseguimento degli obiettivi espressi dalla Mission di Mumtalakat. Il fondo del Bahrain mira a costituire un portafoglio bilanciato e ben diversificato che fornisca rendimenti a lungo termine per le generazioni future e che riduca il rischio attraverso una diversificazione di investimenti di geografica e settoriale. È dunque necessaria che gli organi decisionali e i diversi dipartimenti del fondo implementino procedure adeguate di individuazione e gestione dei rischi.

³⁰ Mumtalakat, 2015.

Figura 4.4 – Struttura organizzativa di Mumtalakat



Fonte: Mumtalakat Holding Company, 2015

Fin dal 2008 il Sovereign Wealth Fund Institute riporta come il fondo del Bahrain sia tra i più trasparenti tra i fondi del Golfo. Come affermato nel 2008 dal Chief executive officer del fondo:

“One of Mumtalakat’s clear strategic goals is to be open and transparent in its holdings and investment strategy. We intend to expand the company’s investments globally whilst demonstrating our commitment to international standards of transparency, corporate governance and accountability.”

Il rispetto di elevati standard in materia di trasparenza ha portato il fondo del Bahrain a distinguersi dagli altri fondi dei paesi del Golfo e a rendere nota anche la natura della relazione tra il fondo sovrano e il governo del Bahrain.

Il governo del Bahrain possiede partecipazioni sia di maggioranza sia di minoranza in una vasta gamma di aziende operanti in diversi settori. Con l’obiettivo di migliorare la performance, la governance e la trasparenza degli asset di proprietà statale, il Governo del Bahrain ha assoggettato la sua ricchezza, sia derivante da risorse energetiche che non, al controllo del fondo

sovrano Mumtalakat, una Holding company interamente posseduta dal governo. Mumtalakat Holding Company è stato istituito con decreto reale n. 64 del 2006 per detenere e gestire le partecipazioni del governo in asset commerciali. Il 29 giugno 2006 il governo ha trasferito le proprie quote azionarie al fondo incluso le partecipazioni in Alba, Gulf Air, Bahrain Real Estate Investment, Batelco e National Bank of Bahrain. La carica di presidente del Consiglio di Amministrazione è affidata al Vice Primo Ministro del Bahrain, Shaikh Khalid bin Abdulla Al Khalifa. Al Ministro dei Trasporti, Mr. Kamal bin Ahmed, è assegnato il compito di vice presidente del fondo sovrano. Tra gli altri esponenti del Governo coinvolti nella gestione di Mumtalakat vi sono Shaikh Ahmed bin Mohammed Al Khalifa, Ministro delle Finanze, e Mr. Essam Abdulla Khalaf, Ministro del lavoro. Mumtalakat è sottoposto al controllo del National Audit office, che regolarmente supervisiona l'attività di ministeri, imprese statali e autorità pubbliche. Il fondo, in qualità di entità pienamente controllata dal governo, è tenuta a fornire report finanziari e di performance al governo periodicamente e a tenere almeno una volta l'anno un'assemblea generale degli azionisti per l'approvazione del bilancio. Mentre Mumtalakat è stata creata con decreto reale ed è pienamente posseduta dal governo, la holding company è incorporata come entità commerciale ed è pertanto soggetta alla legge delle imprese commerciali del Bahrain. Mumtalakat è regolamentata dal Ministro dell'Industria e del Commercio come Impresa privata commerciale del Bahrain. Mumtalakat inoltre non è finanziata dal governo del Bahrain ma esclusivamente attraverso i mercati finanziari internazionali e dai rendimenti generati dai suoi investimenti. Il patrimonio del fondo deriva da una vasta gamma di risorse e pertanto Mumtalakat non dipende dai surplus generati dalla esportazione di idrocarburi del governo del Bahrain.

4.3.2 Strategia d'investimento

La strategia di investimento del fondo si muove lungo due linee direttrici. La prima mira a sviluppare e supportare nuove iniziative di investimento in grado di creare valore non solo nel breve ma anche nel medio periodo. La seconda punta a massimizzare il valore del portafoglio di attività esistenti attraverso lo sviluppo e l'ottimizzazione del potenziale di crescita delle imprese finanziate.

Elemento centrale della strategia di Mumtalakat è incrementare il valore delle imprese presenti nel portafoglio di investimento. Il fondo sovrano del Bahrain è un azionista attivo che esercita la propria influenza attraverso la nomina degli amministratori del CDA delle imprese finanziate. Attraverso la sua struttura di governance ha supportato diverse iniziative importanti per incrementare il valore delle varie imprese partecipate. L'implementazione di tali iniziative ha portato a ristrutturazioni operative, alla nomina di un management qualificato e alla ridefinizione delle strategie perseguite e dei piani di crescita.

Mumtalakat ricerca investimenti diretti con imprese con track record chiari e verificabili di crescita e profittabilità che attestino le potenzialità per successive espansioni. L'attenzione del fondo si focalizza primariamente su imprese leader del mercato, caratterizzate da un forte team manageriale e da una solida struttura di corporate governance. L'approccio di investimento del fondo mira di norma ad acquisire una significativa partecipazione di minoranza che assicuri la nomina di un rappresentante nel CDA e adeguati diritti patrimoniali e/o amministrativi. Alcuni investimenti eseguiti dal fondo sono poi il frutto di scelte esclusivamente basate sui rendimenti a questi associati. La strategia di investimento di Mumtalakat è inoltre improntata al potenziamento dell'economia nazionale con l'obiettivo di rendere il Bahrain un hub economico per la regione e una destinazione preferenziale per il turismo. Tra le scelte strategiche compiute dal fondo rientra la valutazione continua di potenziali disinvestimenti parziali o totali.

Nelle diverse imprese finanziate Mumtalakat si dimostra essere un investitore attivo attento a cogliere le nuove opportunità di investimento e/o di disinvestimento. Date le partecipazioni rilevanti detenute in alcune grandi imprese Mumtalakat è particolarmente esposta in certi settori quali il settore

industriale, quello dell'aviazione, delle telecomunicazione e dei servizi finanziari. Elemento cruciale della strategia di investimento a lungo termine del fondo sovrano è la riduzione del rischio associato agli investimenti diretti attraverso la diversificazione settoriale e geografica.

Mumtalakat supporta iniziative di finanziamento e partnership strategiche, a livello domestico e internazionale, se ciò ricade in una delle seguenti divisioni:

1. Sviluppo di una nuova generazione ben istruita del Bahrain
2. Creazione di posti di lavoro in Bahrain
3. Sostegno alle comunità indigenti del Bahrain per migliorarne la qualità della vita³¹.

Con un patrimonio gestito di 10,5 miliardi di dollari Mumtalakat detiene partecipazioni in 38 imprese commerciali operanti in una vasta e diversificata gamma di settori, tra i quali il settore manifatturiero industriale, il settore finanziario, quello dei servizi, del turismo, delle telecomunicazioni, immobiliare, dei trasporti.

Tra le principali imprese partecipate dal fondo sovrano del Bahrain rientrano: Aluminium Bahrain B.S.C. , Bahrain Airport Company, Arab Petroleum Investment Corporation, Bahrain Real estate Investment Company, Guf Air, Southern Tourism Company, Southern Area Development Company and Gulf Aviation Academy.³²

È possibile evidenziare gli investimenti realizzati dal fondo distinguendoli per settore:

1. Logistics

- Arab Maritime Petroleum Transport Company("AMTPC")
- Bahrain Airport Company
- Gulf Air B.S.C
- Gulf Aviation Accademy
- Hawer Aviation Company B.S.C

³¹ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, pp. 76-78.

³² Mumtalakat, 2015.

- United Arab Shipping Company S.A.G. (“UASC”)

2. Consumer & Healthcare

- Arab Company for Drug Industries & Medical Suppliers (“ACDIMA”)
- Asmak B.S.C
- Bahrain Flour Mills Company B.S.C (“Al- Matahin”)
- Bahrain Livestock Company B.S.C. (“BLC”)
- General Poultry Company (“GPC”)

3. General Services

- GEMS MENASA
- Nobel Learning Communities
- PRO Unlimited Global Solution, Inc.

4. Financial Services

- Arcapita Group
- Cranemere Group Limited
- Dar Almal Al- Islami Trust (“DMI”)
- Gulf International Bank B.S.C. (“GIB”)
- Gulf Investment Corporation G.S.C. (“GIC”)
- National Bank of Bahrain B.S.C. (“NBB”)
- Oasis Capital B.S.C.
- The Arab Investment Company S.A.A. (“TAIC”)

5. Industrial Manufacturing & Services

- Aluminium Bahrain B.S.C (“ALBA”)
- Arab Petroleum Investment Corporation (“APICORP”)
- Arab Petroleum Services Company (“APSCo”)
- Arab Shipbuilding & Repair Yard (ASRY)
- Gulf Aluminium Rolling Mill Company B.S.C. (“GARMCo”)
- McLaren Automotive Limited

- McLaren Group Limited

6. Real Estate& Tourism

- Al Jazeera Tourism Company B.S.C.
- Bahrain International Circuit Company S.P.C (“BIC”)
- Bahrain International Golf Course Comapny B.S.C.
- Bahrain Real Estate Company B.S.C. (“Edamah”)
- Durrat Khaleej Al Bahrain Company B.S.C (“Durrat”)
- Southern Area Development Company B.S.C. (SADC”)
- Southern Tourism Company

7. Telecommunication, Tehnology & Media

- Arab Satellite Communications Organization (“ARABSAT”)
- Bahrain Telecommunication Company B.S.C. (“Batelco”)
- Hawar Holding Company³³

³³ Mumtalakat, 2015.

Tabella 4.7 – Partecipazioni di Mumtalakat

Government of Bahrain		
Mumtalakat 100%		
Subsidiary Companies	Associate Companies	Other Investment Holdings
Aluminium	Telecommunications	Pan-Arab/GCC ownership Company
Alba (69%)	Batelco (37% directly held by Mumtalakat)	Arab Company for Drug Industries and Medical Appliances (1%)
Aviation	Hawar Holding Company (33%)	Arab Investment Company (2%)
Bahrain Airport Company (100%)	Financial Services	Arab Maritime Petroleum transport Company (4%)
Gulf Air (100%)	NBB(49%)	Arab Petroleum Investment Corporation (3%)
Gulf Air Holding Company B.S.C. (100%)	Automotive	Arab Petroleum Services Company (3%)
Falcon Group Holding Company B.S.C. (100%)	McLaren Group Limited (50%)	Arab Satellite Communications Organisation (3%)
Gulf Aviation Academy B.S.C. (100%)	McLaren Automotive Limited (49%)	Arab Shipbuilding and Repair Yard Company (19%)

Gulf Technics Co. B.S.C. (100%)	Real Estate/Tourism	Dar Al Mal Al- Islami Trus (less then 1%)
Real Estate/ Tourism	Durrat Kaleej Al Bahrain Company B.S.C.(50%)	Gulf International Bank (less than 1%)
AtBahrain (100%)	Aluminium	Gulf Investment Corporation G.S.C. (17%)
Bahrain International Circuit Company (100%)	GARMCO (37%)	United Arab Shipping Company S.A.G. (less than 1%)
Bahrain Real Estate Investment Co. (Edmah) (100%)	Food	Other
Southern Tourism Company B.S.C. (100%)	ASMAK B.S.C. (33%)	Al Jazeera Tourism Company (20%)
Southern Area Development Co. B.S.C. (56%)	Bahrain Livestock Company B.S.C. (25%)	Oasis Capital B.S.C (4%)
Food		OCB Education Solution (9%)
Bahrain Flour Mills Company B.S.C. (66%)		Bahrain International Golf Course Company B.S.C. (14%)
General Poultry Company B.S.C. (100%)		

Fonte: Mumtalakat, 2015

Rating creditizi (giugno 2015)

1. Fitch Ratings

- Long-term Issuer Default Rating: BBB-
- Senior Unsecured Rating: BBB-
- Short term Issuer Default Rating: F3
- Outlook: Stable

2. Standard & Poor's

- Long-term Issuer Credit Ratings: BBB-
- Short-term Issuer Credit Rating: A-3
- Outlook: Negative

3. Ram Ratings

- Long-term Rating of Sukuk Murabaha Program: AA2
- Outlook: Negative

4. Linaburg-Maduell Trasparency Index by SWFI: 10/10³⁴

³⁴ Mumtalakat, 2015.

4.4 I Fondi Sovrani dell'Oman: SGRF e OIF

Il Sultanato dell'Oman è situato sulla costa sudorientale della Penisola arabica. Ha una popolazione di circa 3988 milioni di abitanti, di cui circa un terzo straniera, per 309500 chilometri. L'Oman è diviso in undici governatorati: Muscat, Musandam, Buraimi, BatnaJanub, Batna, Shamal, SharqiyaShamal, SharqiyaJanub, Al Dakhiliya, Al Dhahra, Al Wusta, and Dhofar. The central government is in Governorate of Muscat, la capitale dell' Oman.

Ancora oggi l'economia del sultanato continua a beneficiare della ricchezza derivante dall'esportazione del petrolio, per molti anni traino dello sviluppo economico e della crescita del paese. Il governo dell'Oman tuttavia mira all'affrancamento dal greggio e alla diversificazione delle proprie fonti di ricchezza puntando su nuovi settori quali il turismo e l'agricoltura. Porti e aree industriali costituiscono i pilastri su cui il governo mira a costruire la propria "Value proposition". Duqum è il quarto porto del paese e, ufficialmente, ha iniziato la propria attività commerciale nel 2013. Insieme a zone franche e ai centri industriali di Sohar e Salalah, il porto è parte di un progetto di sviluppo finalizzato all'incremento del turismo, della rete di infrastrutture, del settore petrolchimico e della raffinaria e degli istituti di formazione. Tra gli obiettivi della Special Economic Zone Authority ad Duqum rientra lo sviluppo della zona centrale deserta del paese e la creazione di area adeguata per attrarre gli investitori locali e internazionali. Altro progetto ambizioso e molto dispendioso per rafforzare l'economia nazionale è la costruzione di una linea ferroviaria veloce lunga 2224 chilometri. Il governo dell'Oman ha inoltre iniziato a supportare lo sviluppo delle PMI del paese decisive per il potenziamento dell'economia nazionale. Sostenere le piccole e medie imprese equivale è una strategia cruciale per incrementare i livelli di occupazione del settore privato e il coinvolgimento diretto del governo nella economia. Decisive per la crescita della nazione sono poi i rapporti di cooperazione a livello internazionale. Oman e Regno Unito vantano una lunga storia di relazioni commerciali che affonda le proprie radici nei trattati sul Commercio del 1646 e nel trattato sull'amicizia del 1798. L'Oman ha inoltre siglato diversi altri trattati con gli stati Europei tra cui

Francia, Germania, Portogallo, Repubblica Ceca, e con il Sud Africa e gli Stati Uniti con cui ha firmato accordi di libero commercio e di doppia imposizione fiscale.³⁵

Strettamente legati allo sviluppo dell'economia del paese e alla conservazione della sua ricchezza sono i due fondi sovrani posseduti dal governo. Il Sultanato dell'Oman possiede due fondi sovrani: The State General Reserve Fund (SGRF) and the Oman Investment Fund (OIF) che gestiscono rispettivamente un patrimonio di 13 e di 6 miliardi di dollari.³⁶

La seguente figura riporta i principali indicatori del Sultanato dell'Oman

Population - End of July 2014	3,988
Gross Domestic Product Prices (Q1)2014 (Mn. R.O.)	7,725.9
GDP per Capita In US Dollars 2013	20,130
Average Daily Production of oil June 2014 (000) BBL	956.8
Total Internet Subscribers End of June 2014 (No)	171,725

Fonte: State General Reserve Fund, 2015

³⁵ State General Reserve Fund, SGRF, 2015.

³⁶ SWFI, 2015.

4.4.1 State General Reserve Fund - SGRF

Come parte del ministero delle finanze, the SGRF è stato stabilito nel 1980 con decreto reale 1/80 per agire per conto del governo ed investire il surplus derivante dalla esportazione del petrolio in un portafoglio ben diversificato di asset non inerenti alle risorse energetiche a livello internazionale. Il compito primario del SGRF, il principale fondo della nazione, è quello di proteggere ed incrementare il valore delle riserve estere dell'Oman attraverso investimenti in più di venticinque paesi a livello globale. Tali riserve devono essere poi efficientemente investite per assicurare benessere e prosperità alle generazioni attuali e anche a quelle future. Tra gli obiettivi perseguiti dal fondo vi sono il conseguimento di rendimenti a medio- lungo termine, lo svolgimento di una funzione stabilizzatrice per il governo e la possibilità di fornire al governo sufficiente liquidità laddove necessario.³⁷

L'attività dell'SGRF è supervisionata dal Financial Affairs and Energy Resources Council (FAERC).

Il Fondo sovrano dell'Oman è stato istituito con una chiara mission e vision.

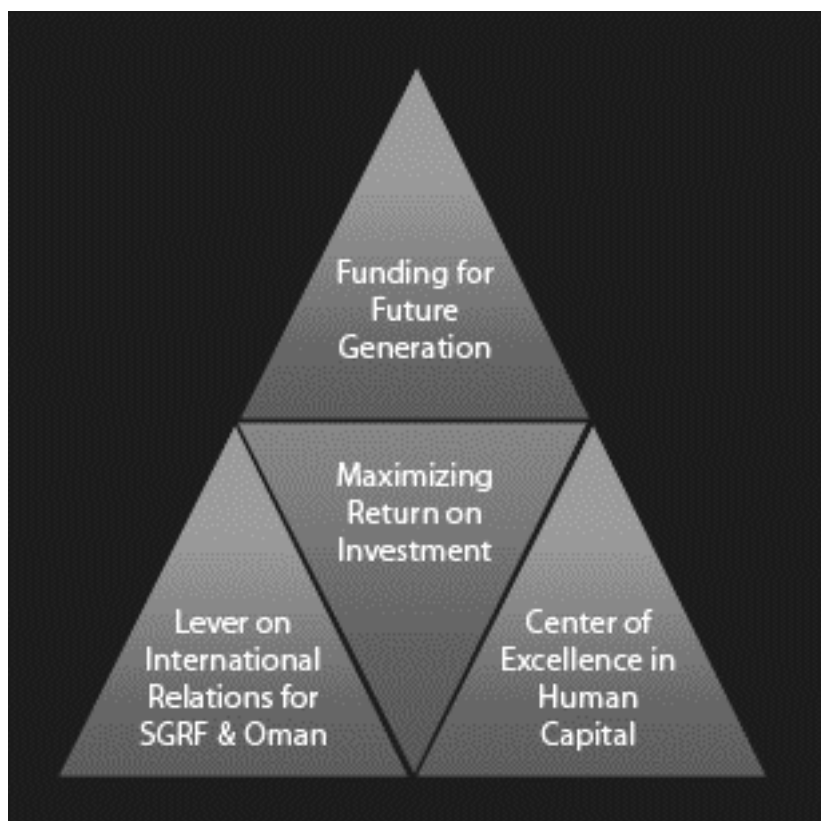
La mission del fondo è articolata nei seguenti obiettivi:

1. Massimizzare i rendimenti minimizzando al contempo i rischi
2. Investimenti strategici a lungo termine per preservare la ricchezza per le future generazioni
3. Rafforzare le relazioni a livello globale per facilitare gli investimenti e sostenere lo sviluppo economico del paese
4. Attrarre investimenti esteri attraverso una rete di relazioni globale
5. Investire sulla eccellenza delle risorse umane
6. Comunicare alla comunità nazionale il ruolo che svolgerà il fondo nello sviluppo futuro dell'Oman
7. Ricoprire il ruolo di leader negli investimenti locali

³⁷ State General Reserve Fund, SGRF, 2013.

Agli obiettivi espressi dalla mission fa eco la vision del fondo che mira a supportare lo sforzo del governo nel salvaguardare i fondi per le future generazioni dell'Oman.

Figura 4.5 – Principali obiettivi del fondo



Fonte: State General Reserve Fund, 2015

4.4.1.1 Struttura di Governance

La struttura organizzativa dell'SGRF conta un centinaio di professionisti orientati al perseguimento dei valori fondanti del fondo: focalizzazione sulla mission, integrità, imprenditorialità e valore delle persone. Le diverse unità del fondo si impegnano poi ad aderire a best practice e standard internazionali in materia di corporate governance e gestione del rischio.

Il Fondo sovrano gode di personalità giuridica e status finanziario indipendente. È regolamentato e sottoposto alla supervisione del Financial Affairs and Energy Resources Council (FAERC). Il consiglio di amministrazione di SGRF è responsabile della performance complessiva del portafoglio e dell'attuazione

delle linee guida e dei regolamenti previsti dalla FAERC. L’Impegno dichiarato dal fondo, in accordo a quanto previsto, è quello di implementare processi e procedure di governance solide e trasparenti. Il Consiglio di amministrazione e il Presidente esecutivo sono assistiti nelle strategie perseguite e nei processi decisionali da diversi comitati. ³⁸

Tabella 4.9 - Consiglio di Amministrazione SGRF

Name	Designation
H.E. Darwish bin Ismail Al Balushi Minister Responsible for Financial Affairs Deputy Chairman, Financial Affairs & Energy Resources Council	Chairman
H.E. Dr. Ali bin Mohammed Moosa Deputy Chairman, Board of Governors, Central Bank of Oman	Director
H.E. Dr. Mohammed bin Hamad Al-Rumhi Minister of Oil and Gas	Director
H.E. Dr. Ali bin Masoud Al-Sunaidy Minister of Commerce and Industry	Director
H.E. Nasser bin Khamis Al Jashmi Undersecretary, Ministry of Finance	Director
H.E. Abdulsalam bin Mohammed Al-Murshidi SGRF Executive President	Director

Fonte: State General Reserve Fund, 2015

La struttura di Governance del Fondo si compone dei seguenti organi:

1. Financial Affairs and Energy Resources Council (FAERC): è l’organo di regolamentazione dell’SGRF in quanto stabilisce regolamenti e politiche del fondo.
2. Board of Director: Il Consiglio è responsabile della direzione e della supervisione del fondo a nome di FAERC per tutti gli aspetti del business SGRF . In particolare, il Consiglio è tenuto ad assicurare l’attuazione delle disposizioni contenute nei decreti regi. Tra le responsabilità del

³⁸ State General Reserve Fund, SGRF, 2015.

Consiglio di Amministrazione rientrano poi l'approvazione dello Strategic Asset Allocation del Fondo, delle linee guida di investimento, il Risk Management, la definizione degli schemi di Remunerazione, la struttura di governance, la redazione del bilancio annuale e la selezione delle istituzioni finanziarie a fini di investimento.

3. Audit Committee (AC): tale comitato garantisce l'integrità e la veridicità dei bilanci e dei report finanziari del fondo e dei sistemi di controllo interni. Il comitato è nominato dal presidente del consiglio e composto da quattro membri dei quali almeno uno in possesso di un forte e solido background in campo finanziario e di investimenti.
4. Investment Committee (IC): comitato responsabile di tutti gli investimenti del fondo. Revisiona e approva le proposte di investimento preparate dalla unità di investimento dell'SGRF; monitora le performance ottenute e esprime pareri e raccomandazioni al CDA in merito alle strategie di investimento.
5. Management Committee: obiettivo primario di tale comitato è assistere il presidente esecutivo nella guida e nella gestione del fondo sovrano. Sovrintende alle operations del fondo e prende parte alla determinazione degli indirizzi strategici e operativi. La futura sfida di tale comitato sarà favorire la maggiore collaborazione e l'efficace integrazione tra le core business units, le support units e le governance and policy units.
6. Risk & Compliance unit: tale unità nasce con l'intento di creare un approccio complessivo alla gestione del rischio per anticipare, identificare, assegnare priorità e gestire i rischi connessi alla operatività del fondo. I rischi vengono rilevati a tutti i diversi livelli della struttura organizzativa, sia a livello corporate, che di business unit che operativo. I rischi principali sono classificati come rischi strategici, rischi di investimento, rischi finanziari, rischi operativi, rischi di compliance e rischi reputazionali. Nella gestione del rischio l'SGRF si conforma agli standard organizzativi di controllo interno elaborati dal COSO ERM (Committee of Sponsoring Organization for Enterprise Risk Management).

7. Code of Business Conduct: codice di condotta adottato dal fondo nell'agosto del 2013. Definisce valori e comportamenti etici a cui deve uniformarsi la condotta di tutti i dipendenti del fondo sovrano. Il codice è articolato in diverse sezioni tra le quali vi sono abuso di informazioni privilegiate, condotta comportamentale, conflitto di interesse, politiche di remunerazione, salute e sicurezza.
8. Internal Tenders Committee: comitato interno che amministra il processo di gara ed è composto da alti funzionari dell'SGRF e da un rappresentante del ministro delle finanze. Il comitato prende decisioni o esprime raccomandazioni in merito all'accettazione o al rifiuto delle offerte in base alle politiche interne in materia di gare e offerte. Il comitato è inoltre responsabile della definizione di regole generali e linee guida a cui gli offerenti dovranno attenersi durante i processi di gara.³⁹
9. Human Resources Committee (HR COM): comitato nato per sviluppare politiche di gestione delle risorse umane e sistemi sfidanti e incentivanti per il personale dell'SGRF. Il comitato amministra e revisiona tutto ciò che riguarda le risorse umane tra cui le retribuzioni, le proposte di promozione, la valutazione delle prestazioni annuali, dimissioni o cessazioni dal servizio.
10. IFSWF: the International Forum of Sovereign Wealth Fund è stato istituito dall'International Working Group of Sovereign Wealth Fund (IWG), riunitosi a Kuwait City il 5 e il 6 Aprile del 2009. L'IFSWF è un gruppo volontario di fondi sovrani che si riuniscono per scambiare opinioni su questioni di interesse comune e facilitare la comprensione dei principi di Santiago e delle attività svolte dai fondi. Attualmente l'SGRF è in attesa di ottenere la necessaria approvazione da parte del governo dell'Oman per passare da osservatore permanente a membro a pieno titolo dell'IFSWF.⁴⁰

³⁹ State Generale Reserve Fund, SGRF, 2015.

⁴⁰ State General Reserve Fund, SGRF, 2015.

4.4.1.2 Strategia d'investimento

Il fondo adempie alla propria mission investendo in un ampio spettro di asset, distinti per settore e mercato geografico. Il portafoglio amministrato dal fondo si distingue in due classi: la più grande comprende asset a lungo tempo non liquidi come infrastrutture, private equity, investimenti diretti e investimenti immobiliari; la seconda classe è composta da asset liquidi a breve termine.

L'SGRF si impegna a cogliere tutte le opportunità di investimento vantaggiose in grado di garantire rendimenti sostenibili e livelli di rischio accettabili. L'attività del fondo si conforma ad un disciplinato approccio di investimento basato su limiti di rischio definiti e orizzonte temporale di medio- lungo termine. Il fondo persegue i propri obiettivi investendo in una vasta gamma di asset diversificati per settore e area geografica.

Il focus di investimento si concentra principalmente in due categorie:

1. Public Markets:
 - Equity
 - Fixed Income
 - Short Term Asset (Money Markets)
2. Private Markets:
 - Private Equity
 - Real Estate

Gli investimenti effettuati da SGRF realizzano un rendimento medio annuale del 7,5% dal 1980, anno della sua fondazione, al 2013. L'allocazione strategica degli asset svolge un ruolo chiave nel raggiungimento degli obiettivi di rendimento a lungo termine del fondo. Inoltre una adeguata strategia di investimento garantisce all' SGRF la flessibilità necessaria ad agire rapidamente e a rispondere prontamente ad ogni evento eccezionale dei mercati finanziari o cambiamenti macroeconomici. Il fondo applica un rigoroso processo di investimento nella definizione della propria strategia di investimento. Tale processo è supportato da una solida metodologia che prevede l'analisi dei trend

globali e dell'attrattività del mercato e che tiene in considerazione le sinergie del Fondo con lo scopo di identificare opportunità di investimento, settori e regioni geografiche più vantaggiose. La strategia di investimento si basa inoltre sul continuo sviluppo e controllo delle politiche di portafoglio in essere.⁴¹

La seguente tabella illustra la variazione strategica degli asset. Il fondo sovrano investe dal 65% all'85% dei suoi asset sui mercati pubblici e dal 15% al 35% sui mercati privati, a livello globale.

Tabella 4.10 – Ripartizione settoriale degli investimenti

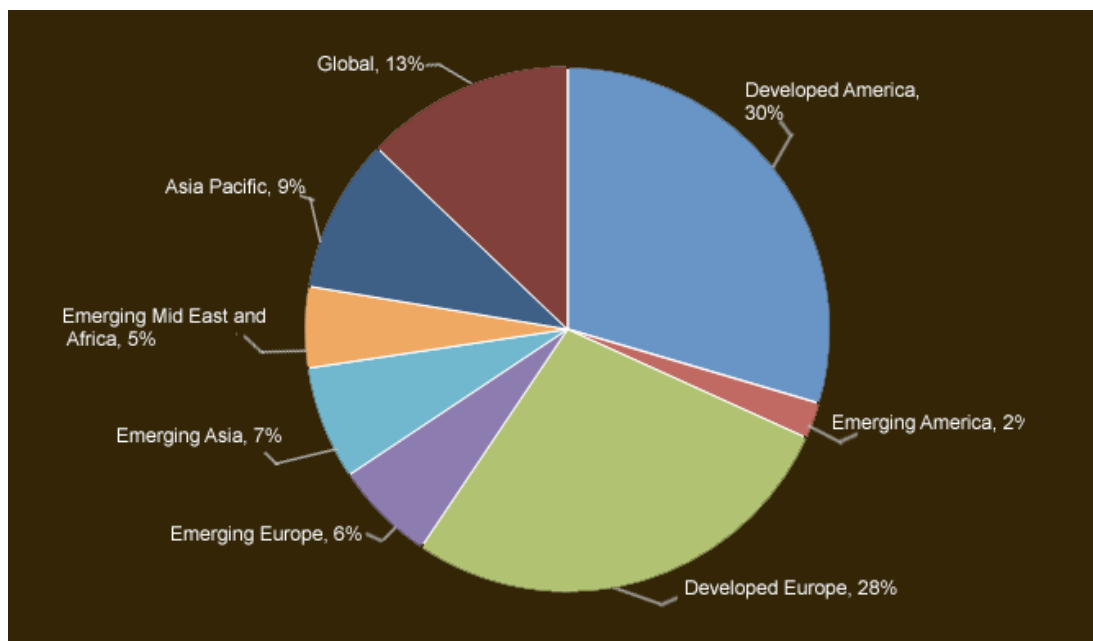
Assets	Min	Max
Public Equities	25%	45%
Bonds	10%	30%
Short Term Assets	10%	40%
Private Equity	10%	25%
Real estate	5%	15%

Fonte: State General Reserve Fund, 2015

⁴¹ State General Reserve Fund, SGRF, 2015.

La seguente figura illustra la distribuzione geografica degli investimenti del fondo sovrano dell'Oman.

Figura 4.6 – Distribuzione geografica degli investimenti (1)



Fonte: State General Reserve Fund, 2015

Figura 4.7 – Distribuzione geografica degli investimenti (2)



Fonte: State General Reserve Fund, 2015

L'Attività di investimento dello State General Reserve Fund può essere distinta in quattro macro aree:

1. **Private Equity:** in tale settore il fondo mira a realizzare investimenti a lungo termine per ottenere un portafoglio ben diversificato a livello geografico e settoriale e per conseguire rendimenti compatibili con i livelli di rischio accettabili. Il programma di investimenti in private equity del fondo sovrano mira a stringere forti relazioni con il management delle imprese finanziate oltre ad investire direttamente nelle imprese private al fianco di gruppi familiari, investitori istituzionali e finanziari e team di gestione. Questa tipologia di asset- class comprende investimenti in azioni ordinarie e/o privilegiate relativamente illiquidi o partecipazione sotto forma di debito subordinato sia diretti che in partnership.
2. **Public Markets:** la funzione primaria dei mercati pubblici è la gestione del reddito fisso e della liquidità. La gestione del portafoglio è coordinata attraverso tre funzioni principali: Portfolio Managers, Market Analysts e Dealers. Il fondo sovrano dell'Oman opera inoltre sul mercato valutario, amministrando fondi di liquidità e seguendo tre linee guida: protezione del capitale, rendimento e liquidità. Gli investimenti di tale settore consistono in obbligazioni prontamente scambiabili che possono essere convertite facilmente in denaro e a costi ragionevoli tra cui global equities, global bonds, short term assets a livello nazionale e internazionale.
3. **Real Estate:** gli obiettivi primari perseguiti dal fondo in tale settore di investimento sono la conservazione del capitale e la generazione di rendimenti a lungo termine attraverso un portafoglio ben diversificato a livello geografico costituito da asset generatori di reddito, investimenti apportanti valore e investimenti in Real Estate fund. La prima categoria di asset comprende investimenti realizzati nelle economie avanzate e caratterizzati da lunga durata, solidi covenants a garanzia e affidabile controparte. Gli investimenti generanti valore possono essere sia investimenti greenfield che brownfield ed essere rivolti sia ai paesi

emergenti che alle economie sviluppate. In entrambi i casi è necessario l'intervento attivo del management per massimizzare il valore. Nella terza categoria rientrano gli investimenti in grandi fondi Real Estate gestiti da manager esperti e qualificati con un accertato track record positivo negli investimenti nel settore immobiliare.

4. Operation and Support: il fondo sovrano beneficia di una struttura operativa fortemente integrata che consente alle investment units il raggiungimento degli obiettivi perseguiti. Operations e Business practices sono strutturate in modo da consentire alle unità di investimento di eseguire in modo tempestivo e accurato le richieste giornaliere del contesto economico e finanziario. Diversi team specializzati sono preposti al supporto delle operazioni di trading e di investimento e al controllo dei rischi assunti. Il dipartimento legale, di Risk Management e Compliance assicura la conformità delle operations agli standard internazionali di governance e di gestione del rischio. Il Dipartimento amministrativo gestisce i rapporti con gli organi governativi, gli enti locali, i fornitori e altri soggetti terzi. Cruciali per il perseguimento degli obiettivi dell'SGRF sono poi i Dipartimenti IT, Human Resources and Communication.

Tra gli investimenti diretti del SGRF rientrano:

- Kumport - Turkey
- CNS - Taiwan
- Double Tree Hilton Hotels - London
- Four Seasons Hotel - Budapest
- Mitsubishi Fuso
- Star Mall - China
- Riverside Center - New York

Nel giugno 2009, l'SGRF ha acquistato il 30% delle azioni di Bulgarian Corporate Commercial Bank, divenendone l'azionista di maggioranza. Nel 2010 il fondo ha poi stabilito una joint venture con la State Bank indiana e preso accordi per

un'altra JV per un valore di 500 miliardi di dollari con il governo libico per investire nei settori immobiliare, industriale, del turismo, dei servizi e energetico in Libia.

Nel 2009 la SGRF ha sottoscritto un Memorandum of Understanding con VTB Capital, ramo strategico del gruppo VTB tra le principali banche russe, per iniziare un programma di co- investimenti rivolto al settore immobiliare russo⁴².

4.4.2 Oman Investment Fund (OIF)

L' Oman Investment Fund (OIF) è stato istituito con decreto reale dal sultano dell'Oman nel 2006 per sostituire il precedente Oman Oil Fund, formato nel 1993. All'OIF furono assegnati alcuni miliardi di dollari in più rispetto al precedente fondo e all'oggi l'asset under management dell'OIF ammonta a 6 miliardi di dollari.⁴³ Il governo dell'Oman è l'unico azionista del fondo la cui operatività è soggetta al controllo e alla supervisione del ministro delle finanze e del consiglio per gli affari finanziari e le risorse energetiche. A causa delle restrizioni governative, sono disponibili solo alcune informazioni in merito alla strategia di investimento e alle decisioni di asset allocation del fondo. Il principale obiettivo perseguito dall'OIF è quello di generare crescita economica per lo stato investendo nelle imprese nazionali, incoraggiando e assistendo gli investimenti diretti esteri nel paese e agevolando il trasferimento di conoscenze e tecnologie nelle imprese dell'Oman.

I principali destinatari degli investimenti dell'OIF sono i mercati emergenti ad alto tasso di sviluppo, come India e Asia centrale. Le risorse del fondo vengono allocate in investimenti a medio- lungo termine sui mercati nazionali e internazionali e in diversi settori tra cui il private equity, il real estate, i trasporti, media e intrattenimento, servizi finanziari, infrastrutture per le telecomunicazioni, viaggi e utilities.

The Becton Property Group ha avviato una partnership con l'OIF nel 2009. Il fondo possiede il 29% delle azioni di Dubai Mercantile Exchange (DME). Nel

⁴² Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, p. 81.

⁴³ SWFI, 2015.

Febbraio del 2012 l'OIF e il Chicago Mercantile Exchange Group (CME), la più grande compagnia di scambi di derivati e futures al mondo, hanno dichiarato di volere incrementare la propria partecipazioni in DME. Nello stesso anno il CEO di OIF, Al Nabhani, ha affermato: "The DME continues to attract costumers from among the key participants in the global energy industry. The OIF long-standing partnership with CME Group building the platform for the next phase in DME's development".

Nel 2013 l'Oman Investment Fund ha acquistato una partecipazione del 9,7% in future exchange National Commodity & Derivatives Exchanges.⁴⁴

Nell'ottobre del 2013, l'OIF ha siglato un memorandum of understanding non vincolante con Tri- Star Resources, una compagni mineraria, e con Castell Investments Limited, una sussidiaria della Dubai Trasport Company, per creare una joint venture denominata Strategic and Precious Metals Processing LLC. In base a tale accordo all'Oman Investment Fund spetterebbe una partecipazione del 40%⁴⁵.

⁴⁴ Talebi H., *A Survey of Sovereign Wealth Funds in the Gulf Cooperation Countries*, 2014, p. 82.

⁴⁵ *Ibidem*, p.82.

Conclusioni

Conclusioni

L'obiettivo di fondo, che ha guidato la stesura del presente elaborato, è quello di fornire una descrizione completa ed esaustiva del complesso, articolato e non omogeneo mondo dei fondi sovrani. L'analisi chiara e sistematica che si voleva offrire è stata il frutto dello sforzo congiunto di rielaborazione della principale letteratura economica in materia e di ricerca empirica. Struttura, finalità e strategie di investimento dei fondi sovrani sono stati presentati, in un primo momento, in un'ottica generale, che preparasse la strada allo studio puntuale dell'economia del Golfo e dei fondi sovrani dei paesi del GCC, vero focus del lavoro.

La metodica trattazione del *capitolo 1* è stata funzionale alla definizione del variegato universo dei fondi sovrani, di cui sono stati delineati origine, fasi di sviluppo e affermazione, strategie di investimento e struttura di governance. La stesura del primo capitolo ha consentito di definire compiutamente il fenomeno e di porlo in relazione dialettica e continua con un più ampio contesto macroeconomico. Differenti da qualsiasi altro veicolo di investimento di natura sia pubblica che privata, i fondi sovrani rappresentano un *unicum* nel panorama degli strumenti di investimento. Si qualificano come veicoli di investimento che detengono, gestiscono e amministrano fondi pubblici per investirli in una ampia gamma di asset di varia natura. Investono secondo modelli di *asset allocation* efficienti, diversificando e scegliendo le più vantaggiose combinazioni rischio-rendimento, come qualsiasi altro fondo di investimento privato. La proprietà di tali fondi è tuttavia statale e la commistione tra interessi pubblici e privati e tra obiettivi economico-finanziari e strategico-politici li distingue da altre organizzazioni finanziarie. I fondi infine soffrono di uno strutturale deficit di trasparenze e sono svincolati dai normali requisiti di trasparenza e reportistica previsti per hedge fund e fondi di private equity. Scopo precipuo del capitolo 1 è quello di inserire la nascita e lo sviluppo di tali organizzazioni in un contesto più ampio, ricercando le origini profonde e i motivi alla base della loro evoluzione. Presenti già dagli anni '50, i fondi sovrani hanno sperimentato una crescita sostenuta a partire dagli anni '70, proseguita e incrementata esponenzialmente

negli anni 2000. Le premesse per il loro sviluppo sono da ricercare, come evidenzia il capitolo, negli errori e nelle lacune della mancata elaborazione di un adeguato sistema valutario e monetario, all'indomani della rinuncia agli accordi di Bretton Woods, decisa unilateralmente dagli Stati Uniti. Dopo il 1971 non furono definite nuove regole a governo degli scambi monetari e valutari ma, al contrario, si affermò la libertà degli scambi come traino dell'economia globale. Il nuovo ordine economico internazionale si è tradotto in due principali risultati: consentire da un lato l'accumulo di ingenti riserve ufficiali e dall'altro permettere squilibri nelle bilance estere, rese possibili dall'utilizzo di tali riserve. I paesi detentori di ingenti quantità di riserve ufficiali hanno dunque avviato un processo di diversificazione valutaria e patrimoniale attraverso appositi strumenti di investimento: i fondi di ricchezza sovrana. Distinti e analizzati i diversi tipi di fondi sovrani, il primo capitolo ha cercato di indagare le strategie di investimento poste in essere da tali operatori del mercato, individuando due variabili decisionali primarie: scelta dei paesi in cui investire e scelta dell'ammontare da investire. L'analisi empirica riportata nel capitolo dimostra poi come i fondi sovrani abbiano adottato un approccio anticiclico nel corso della recente crisi finanziaria, investendo nelle istituzioni finanziarie delle economie occidentali e agendo da investitori pazienti. L'evidenza dimostra come il sistema finanziario sia intrinsecamente pro-ciclico e caratterizzato dalla fuga di flussi di capitali dalle imprese o dai paesi in crisi, in misura maggiore quanto maggiore è la gravità del dissesto. L'analisi dimostra come i maggiori fondi di investimento abbiano adottato, durante la crisi, un atteggiamento pro-ciclico, agendo da trasmettitori e amplificatori, a livello globale, degli shock finanziari. Al contrario, i SWF, adottando un approccio anticiclico, hanno svolto un ruolo stabilizzatore per i mercati finanziari, evitando la trasmissione e la propagazione degli shock a livello globale, sconfessando in parte i timori dei governi occidentali in merito al potenziale impatto negativo sui mercati.

Il *capitolo 2* restringe il campo di analisi, focalizzando l'attenzione sull'economia del Golfo e sui tratti distintivi dei fondi sovrani dei paesi arabi. Lo studio condotto consente di identificare le tre principali direttrici di sviluppo economico che hanno contraddistinto la regione: rapida crescita economica e potenziamento delle infrastrutture locali; integrazione nell'economia mondiale e adesione

personalizzata ai processi di globalizzazione; avvio di un processo di diversificazione economica volto ad affrancare l'economia nazionale da una risorsa naturale scarsa. Si dimostra quindi come l'incremento nei prezzi del petrolio, la costituzione di diversi fondi sovrani per una gestione efficiente e prospettica della ricchezza nazionale e i numerosi investimenti nei mercati internazionali, abbiano proiettato il Golfo nel cuore del sistema finanziario mondiale. L'analisi permette poi, ricorrendo alla teoria del *Rentierism*, e alla sua più recente formulazione di *Late Rentierism*, di tracciare il profilo del "nuovo" stato del Golfo: reattivo ma non democratico, aperto alla globalizzazione ma con cautela protezionistica, imprenditore e caratterizzato da una politica economica chiara, attiva e di sviluppo, da una strategia di lungo termine e da una politica estera innovativa.

La descrizione dei tratti distintivi e delle strategie di investimento dei fondi sovrani dei paesi del Golfo è poi funzionale all'identificazione, come risultato della ricerca, dell'impatto avuto da tali investitori sui mercati finanziari internazionali. Lo studio dimostra come storicamente il flusso di capitali, nel sistema finanziario globale, si dirigesse dalle economie con ingenti surplus di capitali verso i paesi in via di sviluppo. I fondi sovrani del Golfo hanno invertito questo trend, collocandosi oggi tra i maggiori fornitori di risorse finanziarie. Nell'attuale economia internazionale i fondi sovrani dei paesi arabi rappresentano un ostacolo competitivo per gli investitori istituzionali degli Stati occidentali. Il potere finanziario esercitato dai fondi sovrani mina le basi della teoria economica neoliberista, in cui il settore privato rappresenta il pilastro centrale del sistema economico. Per molti decenni i paesi del GCC hanno investito il surplus derivante dalla vendita di idrocarburi in asset denominati in dollari. Tuttavia i governi del Golfo hanno avviato un graduale ma progressivo processo di affrancamento dal dollaro americano, destinato ad avere un impatto negativo sul valore di quest'ultimo. Fino ad ora i fondi sovrani del Golfo non hanno mai perseguito obiettivi non commerciali. Al contrario, i governi che li sostengono hanno ripetutamente espresso il loro supporto ad investimenti responsabili a sostegno della stabilità finanziaria globale. Il dibattito sul potenziale ruolo destabilizzante di tali veicoli di investimento nei confronti della sicurezza delle

nazioni target è destinato, tuttavia, a rimanere un punto controverso e cruciale nel contesto economico-politico internazionale.

Il *capitolo 3* costituisce il fulcro della tesi e presenta i risultati ottenuti analizzando i fondi sovrani dei due principali paesi del Golfo: gli Emirati Arabi Uniti e l'Arabia Saudita. La prima parte del capitolo è interamente dedicata alla ricerca su composizione, finalità e strategie di investimento dei fondi degli Emirati Arabi Uniti, attribuendo particolare rilievo ai due emirati più importanti, Abu Dhabi e Dubai. Lo studio condotto ha permesso di dimostrare come Abu Dhabi, essendo il maggiore produttore di petrolio degli Emirati Arabi Uniti, sia divenuto il motore finanziario del paese. Per molti decenni Abu Dhabi ha rivestito un ruolo centrale nel fornire risorse al governo federale. L'Emirato creò diverse istituzioni di investimento della ricchezza sovrana per amministrare il surplus derivante dal petrolio. Il maggior fondo sovrano degli Emirati Arabi, e tra i maggiori del mondo, ADIA, è stato il precursore di tali organizzazioni seguito poi da Mubadala e da InvestAD. Ognuno di tali fondi è caratterizzato da uno specifico mandato di investimento e da una determinata strategia operativa. ADIA si focalizza principalmente sugli investimenti internazionali ad alto rendimento, Mubadala investe nel mercato interno per supportare lo sviluppo tecnologico di Abu Dhabi e InvestAD si concentra sul mercato mediorientale e sul Nord Africa. Tutti i fondi sovrani di Abu Dhabi sono gestiti direttamente dai membri della famiglia reale e da individui di fiducia di quest'ultima. La commistione tra ragioni finanziarie e politiche è alla base del problema di mancanza di trasparenza nelle attività e nelle strutture di governance di tali organizzazioni. Il governo di Abu Dhabi ha ricoperto un ruolo attivo a livello internazionale per promuovere la trasparenza dei fondi sovrani nel 2008. Primo risultato di tale sforzo fu la prima pubblicazione di un report annuale del fondo del 2009. Il secondo Emirato Arabo più ricco è Dubai, il cui governo ha adottato un modello di crescita economica differente da quello di Abu Dhabi. L'Emirato ha applicato una strategia fortemente incentrata sul finanziamento estero per promuovere lo sviluppo interno e il rafforzamento di Dubai a livello mondiale, per attrarre investimenti esteri. La crisi finanziaria globale ha avuto un impatto significativo su Dubai, portando a massicce perdite delle maggiori istituzioni di investimento governative. L'intervento del governo di Abu Dhabi a sostegno di Dubai ha

rafforzato il ruolo dell'emirato negli equilibri di potere politici e finanziari federali. Il dibattito in merito alla trasparenza dei fondi sovrani di Abu Dhabi è stato molto intenso all'indomani della crisi. Molto spesso i governi dei paesi arabi hanno fallito nel compito di tenere distinte la ricchezza privata delle famiglie regnanti e il patrimonio nazionale. All'indomani della crisi, i fondi sovrani di Abu Dhabi e Dubai hanno mostrato un incremento nei livelli di informazione resi al pubblico, rendendo disponibili i primi report annuali. Il governo federale degli Emirati Arabi Uniti ha avviato la creazione di un fondo sovrano federale in grado di armonizzare le politiche finanziarie dei vari Emirati. L'attività del fondo federale è tenuta segreta e non vi sono informazioni pubbliche sulle *operations* dell'EIA. Le organizzazioni di gestione della ricchezza sovrana di Dubai e Abu Dhabi hanno svolto un ruolo centrale nello sviluppo economico e sociale dei rispettivi Emirati, creando una solida reputazione internazionale per gli investimenti esteri. Data la significativa presenza di risorse naturali negli Emirati, ci si attende che lo sviluppo continui e che il motore della crescita a livello federale sia Abu Dhabi, dove si concentra la maggior ricchezza fossile. Le famiglie regnanti continueranno a detenere potere nella gestione dei fondi sovrani sia a livello locale che federale, mentre gli Emirati più piccoli attenderanno di ricevere finanziamenti più generosi dai due Emirati più ricchi.

La seconda parte del capitolo si concentra sull'analisi del fondo sovrano dell'Arabia Saudita, il cui studio ha permesso di delinearne caratteri e prospettive evolutive. SAMA rappresenta il maggior fondo sovrano in Arabia Saudita, oltre che la banca centrale del Paese. Nonostante gli ingenti deficit in bilancio per contrastare l'imponente indebitamento, il governo di Riyadh è riuscito a canalizzare gran parte dei proventi derivanti dalla vendita di idrocarburi nei forzieri dell'Istituto. La strategia di investimento di SAMA non ha seguito nel corso degli anni il sentiero battuto dalle sue controparti nel Golfo: l'Agenzia non detiene un portafoglio diversificato e le attività gestite si concentrano in asset class caratterizzate da un basso profilo di rischio, cui si associano bassi livelli di rendimento. Si rileva in particolare una grande esposizione al dollaro statunitense: ciò riflette l'intensa alleanza politica e diplomatica tra Washington e Riyadh. Tale strategia non è destinata a subire cambiamenti nel prossimo futuro per diverse ragioni: la filosofia d'investimento di SAMA, conservatrice e avversa

al rischio, consente una protezione dell'asset under management da significative perdite nel proprio valore. Inoltre, le rafforzate relazioni politiche arabo-americane consentiranno a SAMA di mantenere il proprio supporto nei confronti del dollaro: la valuta di riferimento nel mercato finanziario e petrolifero. In più, a differenza di altri fondi sovrani nel golfo, SAMA non ha acquisito una consistente esperienza nella gestione di portafogli diversificati. Sarà, pertanto, poco probabile l'impegno dell'Agenzia in investimenti caratterizzati da un maggior livello di rischiosità, soprattutto in tempi di grande volatilità nei mercati.

Il capitolo 4 chiude l'elaborato, presentando i risultati in merito alla ricerca condotta sull'esperienza di Kuwait, Qatar, Bahrain e Oman nella gestione della ricchezza sovrana. Particolare rilievo è attribuito al fondo sovrano del Kuwait, la cui analisi ha consentito di identificare i tratti salienti del fondo e i caratteri principali della gestione del patrimonio sovrano da parte della KIA.

Dallo studio è emerso come il Kuwait sia l'unico paese del GCC ad avere una definita politica di risparmio per il suo *commodity sovereign wealth fund*. La costituzione dello Stato prevede infatti di destinare ogni anno fiscale il 10% del reddito derivante dal petrolio, qualunque sia il suo prezzo, all'FGF. La KIA è l'unica istituzione incaricata della gestione dei fondi sovrani kuwaitiani, l'FGF e il GRF. Essa ha diversificato la ricchezza sovrana nazionale investendo in un'ampia gamma di settori e in diversi mercati geografici. La strategia di investimento del fondo è disegnata per includere varie tipologie di asset tra cui Real Estate, azioni, obbligazioni a reddito fisso sia in Nord America che nelle economie "emergenti" in Asia verso cui l'interesse della KIA è iniziato a partire dal 2005. Governance e struttura gestionale del fondo sovrano kuwaitiano sono state sviluppate e implementate in più di cinque secoli di *operations*. Rispetto agli altri fondi sovrani dei paesi del Golfo la KIA ha una relazione più chiara con l'élite politica del paese, frutto del sistema parlamentare adottato dal Governo. Il paese ha adottato stringenti misure di supervisione che prevedono il coinvolgimento diretto del parlamento nella definizione della strategia perseguita, a partire dagli anni'90 dopo lo scandalo Torras. Il sistema di monitoraggio ha avuto l'effetto di burocratizzare i processi decisionali, rendendoli più lenti e meno efficienti congiuntamente al beneficio di aver ridotto drasticamente il rischio di default finanziario e di frode. Come la maggior parte dei fondi sovrani del GCC la KIA è un

investitore passivo, che ha rinunciato quasi sempre ad esercitare diritti amministrativi nelle imprese finanziate. La politica di investimento della KIA, così come dimostrato dai casi BP e Chrysler, si è rivelata essere improntata ad una gestione paziente volta alla costruzione di un forte legame fiduciario e ad evitare tensioni dannose con i governi delle imprese finanziate. Infine il patrimonio della KIA a partire dalla crisi finanziaria del 2008 è stato rivolto soprattutto a sostegno della economia nazionale e delle istituzioni finanziarie domestiche. Inoltre, in risposta alla Primavera Araba iniziata nel 2011, il governo ha incrementato le partecipazioni nel mercato domestico, con lo scopo di minimizzare i rischi politici e sociali di una rivolta nel paese con possibili ripercussioni drammatiche per l'economia kuwaitiana. Alla trattazione del Kuwait seguono la disamina dei casi del Qatar, del Bahrain e dell'Oman. Del fondo sovrano del Qatar, la QIA, si evidenziano principalmente gli ingenti investimenti realizzati in Italia negli ultimi anni, che hanno portato al nostro paese oltre \$3,6 miliardi in quattro anni. A partire dal 2012 il governo qatarino ha infatti avviato un ingente processo di acquisizioni, rivolte principalmente ai settori del lusso e alberghiero, sfociate negli investimenti nella costruzione dei grattacieli di Porta Nuova e degli hotel in Costa Smeralda. L'attenzione della QIA attualmente si sta dirigendo verso nuovi impieghi più sicuri e vantaggiosi nelle infrastrutture e nelle utilities, guidando una tendenza di investimento comune tra i paesi arabi. Del fondo sovrano del Bahrain è evidenziata la peculiarità nell'adesione ad elevati standard in materia di trasparenza e reportistica, che fanno di Mumtalakat Holding Company il fondo più "virtuoso", secondo il Linaburg-Maduell Transparency Index, tra i fondi sovrani dei paesi del Golfo, e tra i più trasparenti al mondo.

Bibliografia

Bibliografia

Abdelal R., *Sovereign Wealth in Abu Dhabi*, Geopolitics, Vol 14, No. 2, 2009

Abu Dhabi Urban Planning Council, *Abu Dhabi Economic Vision 2030*, 2010,
disponibile presso:

<http://www.upc.gov.ae/template/upc/pdf/abu-dhabi-vision-2030-revised-en.pdf>

Aizenman J., Glick R., *Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?*, FRBSF Economic Letter, No. 2007-38, Federal Reserve Bank of San Francisco, Dicembre 2007

Al-Dukheil A., *Impact of Dollar Depreciation on Saudi Economy*, Saudi Commerce and Economic Review, Vol. 118

Alhashel B., *Sovereign Wealth Funds: A Literature Review*, Journal of Economics and Business, Vol. 78, Marzo-Aprile 2015, pp. 1-13

Al-Hassan H. et al., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, IMF Working Paper No. 13/231, International Monetary Fund, Washington D.C., 2013

Al-Otaiba M. S., *Petroleum and the Economy of the United Arab Emirates*, Croom Helm, London, 1977

Alvaro S., Ciccaglioni P., *I Fondi sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob, Discussion Paper N. 3, Luglio 2012

Askari H. et al., *Introduction to Islamic Economics. Theory and Application*, Wiley, Singapore, 2015

Bagnall A.E., Truman E.M., *Progress on Sovereign Wealth Fund transparency and accountability: an updated Sovereign Wealth Fund scoreboard*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, Dicembre 2013.

Bahgat G., *Sovereign Wealth Funds – An assessment*, Kuwait Programme on Development Governance and Globalization in Gulf States, No. 16, The London School of Economics, Luglio 2011

Bahgat G., *Sovereign Wealth Funds: Dangers and Opportunities*, International Affairs, Vol. 84, No. 4, 2008

Baklin A. et al., *Legislative Politics in the Arab World*, Lynne Rienner Publishing, Londra, 1999.

Balding C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, Paper, Maggio 2008

Barbary V., Chin E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in The Middle-East and North Africa and The Global Financial Crisis*, Monitor Group Research, 2009

Barysch K. et al., *State, Money and Rules: An EU policy for Sovereign Investment*, Centre for European Reform, 2008

Bazoobandi S., *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds, a case study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and the United Arab Emirates*, Routledge, 2013

Beck R., Fidora M., *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, *Intereconomics*, Vol. 43, No. 6, Springer, Novembre 2008

Behrendt, S., *Beyond Santiago: Status and Prospects*, *Central Banking Journal*, Vol 19, No. 4, 2009

Behrendt, S., *Managing Arab Sovereign Wealth in Turbulent Times-and Beyond*, Carnegie Middle East Center, Carnegie papers, No. 16, aprile 2009.

Behrendt, S., *Sovereign Wealth Funds and Santiago Principles: Where do they stand?*, Carnegie Paper, Washington D.C: Carnegie Endowment for International Peace, 2010

Behrendt, S., *When money talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse*, Carnegie Middle East Center, Carnegie papers, No. 12, ottobre 2008

Bernstein S. et al., *The investment strategies of Sovereign Wealth Funds*, NBER Working Paper Series n. 9, 2009.

Blundell-Wignall A. et al., *Sovereign wealth and pension fund issues*, "Financial Market Trends", No. 94, Vol. 1, Giugno 2008.

Brown A., Papaioannou M., Petrova I., *“Macrofinancial linkages of strategic asset allocation of commodity based sovereign wealth funds”*, IMF Working paper, Washington D.C, 2009

Burke E., Bazoobandi S., *The Gulf Takes Charge in The MENA Region*, Working Paper n. 97, FRIDE a European think tank for global action, aprile 2010

Callen T. et al., *Economic Diversification in the GCC: The Past, the Present, and the Future*, IMF Staff Discussion Note, International Monetary Fund, Washington D.C., Dicembre 2014

Carlucci F., *I Fondi Sovrani*, Rivista di Studi Politici Internazionali, N. 303, Marzo 2009

Chhaochharia V., Laeven L., *Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance*, CEPR Discussion Paper No. DP6959, Center for Economic Policy Research, Settembre 2008

Chiarlone S., *Accumulazione di riserve e costituzione di Fondi sovrani*, “Osservatorio monetario”, Università Cattolica, Milano, 2008.

Ciarlone A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Funds contrarian investors?*, Working Paper Number 972, Banca D'Italia, Settembre 2014

Ciarlone A., Miceli V., *Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale (The Portfolio Allocation Strategies of Sovereign Wealth Funds and the Financial Crisis)*, Bank of Italy Occasional Paper No. 156, Banca D'Italia, Aprile 2013

Clark G. L. et al., *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*, *Journal of Economic Geography*, Vol 14, No. 1, Oxford University Press, Oxford, 2014 (no)

Clark W.R., *Petrodollar Warfare. Oil, Iraq and the future of the Dollar*, New Society Publishers, Gabriola Island, 2005

Coates Ulrichsen K., *The Gulf States and Rebalancing of Regional and Global Power*, James A. Baker III Institute for Public Policy Rice University , 2014

Cohen B.J., *Sovereign wealth funds and national security: the Great Tradeoff*, *International Affairs*, Vol. 85, No. 4, Blackwell Publishing Ltd/The Royal Institute of International Affairs, Luglio 2009, pp. 713-731

Das D.K., *Sovereign-Wealth Funds: the institutional dimension*, *International Review of Economics*, Vol. 56, No. 1, Springer, Marzo 2009, pp. 85-104

Das U., Adnan M., *"Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers"*, Washington D.C., IMF, 2010

Das U., Yinqiu L., Christian M., Amadou S., *Setting up a sovereign wealth fund: some policy and operational consideration*, IMF Working Paper, Washington D.C., 2009

Davidson C., *The Dubai Model: Diversification and Slow Down*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Davidson C., *The United Arab Emirates: A Study in Survival*, Boulder, 2005

Dell'Atti A., Miglietta F., *Fondi Sovrani Arabi e Finanza Islamica*, Egea, Milano, 2009

Dewenter k. L., et al., *Firm values and Sovereign Wealth Fund investments*, "Journal of Financial Economics", n. 98, 2010.

Dixon A.D., Monk A.H.B., *Rethinking the sovereign in sovereign wealth funds*, in «Transactions of the Institute of British Geographers», Royal Geographical Society (with the Institute of British Geographers), Londra, 2011

Drezner D. W., *Bric by Bric: The Emergent Regime for Sovereign Wealth Funds*, Prepared for the Princeton summer workshop on Rising States and Rising Institutions, Princeton, 2008

Drezner D. W., *Sovereign Wealth Funds and the (In)security of Global Finance*, Journal of International Affairs, Vol. 62, No. 1, The Trustees of Columbia University in the City of New York, New York, 2008

El-Kharouf F. et al., *The Gulf Cooperation Council Sovereign Wealth Funds: Are They Instruments for Economic Diversification or Political Tools*, Asian Economic Papers 9:1, The Earth Institute at Coulmbia University, 2010

Ewers M.C., *Oil, human capital and diversification: the challenge of transition in the UAE and the Arab Gulf States*, The Geographical Journal, Royal Geographical Society (with the Institute of British Geographers), Londra, Febbraio 2015

Farrel D., *Gulf States Must Use Oil Wealth Wisely*, Bloomberg Businessweek, 5 febbraio 2008

Fernandes N., *Sovereign Wealth Funds: investment choices and implications around the world*, "IMD International", Working Paper, Febbraio 2009.

Filatotchev I., Wright M., *Special issue on "Management, governance and regulation in the changing investor landscape: the rise of alternative investments"*, Journal of Management and Governance, Vol. 19, No. 1, Springer, Febbraio 2015, pp. 1-4

Foley S., *The Arab Gulf States: Beyond Oil and Islam*, Lynne Rienner, London, 2010

Fotak V. et al., *The financial impact of Sovereign Wealth Fund investments in listed companies*, University of Oklahoma, 2008

Gilson R., Milhaupt C., " *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a minimalist response to the new Mercantilism*", Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 355 and Columbia Law and Economics Working paper No 328, febbraio 2008

Glicklich P.A., Grandinetti M.J., *Sovereign Wealth Funds. Governmental Exemption Partially Clarified in Recent Proposed Regulations*, International Tax Journal, Gennaio-Febbraio 2012

GNOSIS Rivista Italiana d'Intelligence, *Contenere e gestire le ingerenze dei Fondi Sovrani d'investimento nell'economia nazionale*, in GNOSIS 1/2008, Agenzia Informazioni e Sicurezza Interna

Goldstein A., Subacchi P., *I Fondi Sovrani e gli Investimenti Internazionali – Salvatori o Sovvertitori*, Rapporto ICE 2007/2008, Italian Trade Agency

Gray M., *A Theory of Late Rentierism in the Arab States of the Gulf*, CIRS Center For International and Regional Studies, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Griffith-Jones S., Ocampo J.A., *Sovereign Wealth Funds: a Developing Country Perspective*, Policy Dialogue, 2010

Haberly D., *White Knights from the Gulf: Sovereign Wealth Fund Investment and the Evolution of German Industrial Finance*, Economic Geography, Vol. 90, No. 3, Clark University, Luglio 2014, pp. 293-320

Hertog S., *Good, Bad or Both? The Impact of Oil on the Saudi Political Economy*, in CIRS Center For International and Regional Studies, The Political Economy of the Gulf, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Hertog S., *Princess Brokers and Bureaucrats, Oil and State in Saudi Arabia*, Cornell University Press, 2010

Hidouci G., *Arab investments: an instrument to diversify national economies?*, Carnegie Papers, 2009

Hindelang S., *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investments*, Oxford University Press, Oxford, 2009.

Institutional Investor's Sovereign Wealth Center, *Annual report. Prisoners of fortune: Sovereign Wealth Fund investment trends*, 2013.

International Forum of Sovereign Wealth Funds, *Report on the International Forum of Sovereign Wealth Funds members' experiences in the application of the Santiago Principles*, 3 Ottobre 2013.

International Forum of Sovereign Wealth Funds, *Santiago Principles: 15 Case Studies*, November 2014

International Forum of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds Issue «Baku Statement» Reaffirming the Need for Maintaining Open Investment Environment*, 2009

International Monetary Fund, *IMF Country Report, No. 11/241*, Washington D.C., 2011

International Monetary Fund, *IMF Executive Board Concludes 2011 Article IV Consultation with Saudi Arabia*, Washington D.C., 2011

International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Washington D.C., 2009

International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds, Global Financial Stability Report*, Washington D.C., Ottobre 2007.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds: current institutional and operational practices*, Settembre 2008

International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”*, 2008

Ismail A.G., *Between Free Market and State Capitalism: How Islamic Economics System Shape the Future Global Economy?*, IRTI Working Paper 1435-08, Islamic Research and Training Institute, Aprile 2014

Istituto di Studi e Analisi Economica, *Ruolo e prospettive dei fondi sovrani, “Nota mensile”*, Novembre-Dicembre 2007.

Jen S., Andreopoulos S., *Sovereign Wealth Funds: growth tempered – USD 10 trillion by 2015*, Morgan Stanley Global Research, Economics Report, 2008.

Jen S., *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be By 2015*, *Revue d'économie financière*, Vol. 9, 2009, pp. 195-198

Jen S., Miles D., *Sovereign Wealth Funds, Bonds, and Equity Prices*, Morgan Stanley Global Economic Forum, 2007

Johnson S., *The rise of Sovereign Wealth Funds*, Finance and Development, Vol. 44, No. 3, 2007

Johnson-Calari J., Rietveld M., *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, 2008

Kamrava M., *Introduction*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Kamrava M., *The Political Economy of Rentierism in the Gulf*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Karshenas M., Moshaver Z., *The Political Economy of Rentierism in Iran*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Katodrytis G., Mitchell K., *The Gulf Urbanisation, Architectural Design*, Vol. 85, No. 1, Wiley, Gennaio/Febbraio 2015, pp. 8-19

Kern S., *Control Mechanisms for Sovereign Wealth Funds in Selected Countries*, CES ifo DICE Report, No. 4, 2008

Kern S., *Sovereign Wealth Funds – state investment on the rise*, Deutsche Bank Research, Settembre 2007

Kern S., *Sovereign Wealth Funds – State Investments During the Financial Crisis*, Deutsche Bank Research, 2009

Kern S., *The Role of Sovereign Wealth Funds – Towards a New Equilibrium*, Presentation at Edinburgh SWF Dialogue, 2010

Kerry J., Brown H., *The BCCI Affair: A Report to the Committee on Foreign Relations*, Government Printing Office, Washington D.C., Dicembre 1992.

Kimmitt R.M., *Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and World Economy*, *Foreign Affairs*, Vol. 87, No. 1, Council on Foreign Relations, Gennaio- Febbraio 2008, pp. 119-124, 126-130

Knill A. et al., *Sleeping with the enemy: Sovereign Wealth Fund investment and market instability*, Florida State University, Working Paper, 2009.

Knill A. et al., *Sovereign Wealth Fund investment and the return-to-risk performance of target firms*, *Journal of Financial Intermediation*, No. 21, 2012.

Kotter J., Lel U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, International Finance Discussion Papers, No. 940, Board of Governors of the Federal Reserve System, Agosto 2008

Kratsas G., Truby J., *Regulating Sovereign Wealth Funds to Avoid Investment Protectionism*, *Journal of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, Gennaio 2015

Krishner J., *Sovereign wealth funds and national security: the dog that refuses to bark*, Geopolitics, Vol. 14 No. 2, 2009

Kunzel et al., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm*, IMF Working Paper No. 11/19, International Monetary Fund, Washington D.C., Gennaio 2011.

Kuwait Banking and Financial Market Handbook, Vol 1, Strategic Information and Regulations, International Business Publications USA, Washington D.C., 2012.

Lawson F.H., *The Gulf in the Contemporary International Economy*, in CIRS Center For International and Regional Studies, The Political Economy of the Gulf, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Legrenzi M., Bessma M., *Shifting Geo- Economics Power of the Gulf: Oil, Finance and Institutions*, Ashgate, Maggio 2011.

Long D.E., Maisel S., *The Kingdom of Saudi Arabia*, University Press of Florida, 2010

Lossani M., et al., *Fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010.

Luciani G., *The Way Forward for Reserve Currencies*, Presentation at Jeddah Economic Forum, 2010

Mattoo A., Subramanian A., *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series n. 2, 2008.

Maziad S., Skancke M., *Sovereign Asset liability Management- Guidance for Resource- Rich Economies*, International Monetary Fund, giugno 2014

Miceli V., *Do Sovereign Wealth Funds herd in Equity Markets?*, Working Paper N. 40 Centre for Financial Analysis & Policy, University of Cambridge Judge Business Scholl, Dicembre 2011

Miceli V., *Il cammino dei fondi sovrani verso il centro del sistema finanziario*, Harvard Business Review Italia, Marzo 2015

Mohamed A., *The GCC Economies, stepping up to future challenges*, Springer, New York, 2012

Momani B., *Gulf Cooperation Council Oil Exports and the Future of the Dollar*, New Political Economy, Vol. 13, No. 3, 2008

Monk A., *Insider Trading at KIA? Just ask KIA*, Oxford SWF Project Blog, 2010

Monk A., *Recasting the Sovereign Wealth Funds Debate: Trust, Legitimacy and Governance*, New Political Economy, Vol 14, No. 4, 2009

Monk A., Sanabil Al Saudi, *Oxford SWF Project Blog*, 2009

Mubadala 2008 Annual Report, Disponibile presso:

https://www.mubadala.com/generic/download?file=Annual_Report_2008.pdf&id=1074

Niblock T., Malik M., *The Political Economy of Saudi Arabia*, Routledge, Abingdon-on-Thames, 2007

Niblock T., *State, Society and Economy in Saudi Arabia*, Routledge Library Editions: Saudi Arabia, Routledge, Abingdon-on-Thames, 1982

Ohrenstein R., et al., *Emerging trends in the Sovereign Wealth Fund landscape*, KPMG Report, Maggio 2013

Organization for Economic Co-operation and Development OECD, *Codes of Liberalization of Capital Movements and of Current Invisible Operation*, 2008

Organization for Economic Co-operation and Development OECD, *Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises*, 2000

Organization for Economic Co-operation and Development OECD, *Freedom of Investment, National Security and Strategic Industries: an Interim Report*, 2008

Organization for Economic Co-operation and Development OECD, *Guidelines on the Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2005

Organization for Economic Co-operation and Development OECD, *Sovereign Wealth Funds and recipient countries: working together to maintain and expand freedom of investment*, Document prepared for distribution at the meeting of the International Monetary and Financial Committee, 11 Ottobre 2008, Washington D.C.

Pasca di Magliano R., *Fondi di ricchezza sovrana*, LED, Milano, 2009

Prigioni G., Zanni L., *I Fondi Sovrani e il nuovo ordine economico finanziario*, Rubbettino, 2008 (in prestito fino a 27/03)

Quadrio Curzio A., Miceli V., *I Fondi Sovrani*, Il Mulino, Bologna, 2009

Quadrio Curzio A., Miceli V., *Sovereign Wealth Fund, a complete guide to state-owned investment funds*, Harriman House LTD, 2010

Raphaeli M., Gersten B., *Sovereign Wealth Funds: Investment Vehicles for the Persian Gulf Countries*, The Middle East Quarterly, Vol. 15, No. 2, Middle East Forum, 2008, pp. 45-53

Rios-Morales R., Ramady M., Brennan L., *Sovereign Wealth Funds: SWFs and the global economy: the impact of the Gulf oil producers*, EuroMed Journal of Business, 2011

Roubini Global Economics, *The Kuwait Investment Authority (KIA) Turns Inward?*, New York, 2011

Roubini Global Economics, *Updated Estimates of Sovereign Wealth under Management*, New York, 2012

Roxburgh C. et al., *The New Power Brokers: How Oil, Asia, hedge funds and private equity are faring in the financial crisis*, McKinsey Global Institute, McKinsey & Company, Luglio 2009

Rozanov A., *Who hold the wealth of Nations?*, Central Banking Journal, Vol. 15, No. 4, 2005

Sauvant K.P. et al., *Sovereign Investments. Concerns and Policy Reactions*, Oxford University Press, Oxford, 2012.

Savona P., Regola P., *Il Ritorno dello Stato Padrone: I Fondi Sovrani e Il Grande Negoziato Globale*, Rubbettino, 2009

Setser B., Ziemba R., *GCC Sovereign Funds Reversal of Fortune*, Council on foreign relations, Center for Geoeconomic Studies, 2009

Seznek J.F., *The Gulf Sovereign Wealth Funds: Myths and Reality*, Middle East Policy Council Journal, Vol. 15, No. 2, Washington D.C., 2008

Seznek J.F., *The Sovereign Wealth Funds of the Gulf*, in CIRS Center For International and Regional Studies, The Political Economy of the Gulf, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Smith D., *“Sovereign Dilemmas: Saudi Arabia and Sovereign Wealth Funds”*, Geopolitics Vol. 14, No. 2, 2009

Tagliapietra S., *Investing in the energy sector: Evidence from China and the Gulf*, Polinares Working Paper No. 76, Polinares: EU Policy on Natural Resources, Dicembre 2012

Talebi H., *A Survey of Foreign Wealth Funds in The Gulf Cooperation Council Countries*, Tesi di Laurea, Eastern Mediterranean University, Cipro, Gennaio 2014.

Thatcher M., *National Policies Towards Sovereign Wealth Funds in Europe: A Comparison of France, Germany and Italy*, Kuwait Programme on Development Governance and Globalization in Gulf States, Policy Brief No. 2, The London School of Economics, Aprile 2013

Truman E.M., *A blueprint for Sovereign Wealth Fund best practices*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 2008 (2008a).

Truman E.M., *Implementation of the Santiago Principles for Sovereign Wealth Funds: a progress report*, Peterson Institute for International Economics,

Truman E.M., *Sovereign Wealth Fund acquisitions and other foreign government investments in the United States: assessing the economic and national security implications*, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, Washington, 14 novembre 2007, (2007b).

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

Truman E.M., *Sovereign wealth Funds: Threat or Salvation?*, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 2010

Truman E.M., *The rise of Sovereign Wealth Funds: impact on United States foreign policy and economic interests*, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, 21 Maggio 2008 (2008b)

Ulrichsen K.C., *Knowledge Economies in the GCC States*, in CIRS Center For International and Regional Studies, *The Political Economy of the Gulf*, Georgetown University School of Foreign Services in Qatar, Doha, 2011

Winder B.P., *Sovereign Wealth Funds: Challenges and Opportunities*, Middle East Policy Council Journal, Vol. 17, No. 2, Washington D.C., 2010

Woertz E., *Challenges of Financial Sector Regulation after the Global Financial Crisis*, Presentation at Jeddah Economic Forum, 2010

Woertz E., *GCC Financial Markets*, Gulf Research Center, Dubai, 2011

Woertz E., *Impact of the US Financial Crisis on GCC Countries*, GRC Report, Gulf Research Center, Dubai, Ottobre 200

Sitografia

Sitografia

Abu Dhabi Chamber - <http://www.abudhabichamber.ae/>

Abu Dhabi Gas Company - <http://www.adgas.com/en/SitePages/Home.aspx>

Abu Dhabi Investment Authority - <http://www.adia.ae/En/home.aspx>

Abu Dhabi Investment Council - <http://www.adcouncil.ae/>

Abu Dhabi National Oil Company - <http://www.adnoc.ae/>

Academia.edu - <https://www.academia.edu/>

Al Arabiya - <http://english.alarabiya.net/>

Al Monitor - <http://www.al-monitor.com/>

Arab League - <http://www.arableagueonline.org/>

Arab News - <http://www.arabnews.com/>

Arabian Business - <http://www.arabianbusiness.com/>

Bahrain Chamber - <http://www.bcci.bh/en/Default.aspx>

Bain Publications - <http://www.bain.com/publications/index.aspx>

Banca d'Italia - <https://www.bancaditalia.it/>

Bloomberg - <http://www.bloomberg.com/>

Booz Allen Hamilton Insights - <http://www.boozallen.com/insights>

Borsa Italiana - <http://www.borsaitaliana.it/>

Boston Consulting Group Perspective - <http://www.bcg.com/perspectives.aspx>

Central Bank of Bahrain - <http://www.cbb.gov.bh/>

Central Bank of Kuwait - <http://www.cbk.gov.kw/>

Central Bank of Oman - <http://www.cbo-oman.org/>

Central Bank of The Islamic Republic of Iran - <http://www.cbi.ir/>

Central Bank of the UAE - <http://www.centralbank.ae/>

Corriere della Sera - <http://www.corriere.it/>

Deloitte University Press - <http://dupress.com/?icid=duplg>

Dubai Chamber - <http://www.dubaichamber.com/en/>

Dubai Holding - <http://dubaiholding.com/>

Economic Zones World - <http://www.ezw.ae/>

Economist Intelligence Unit- <http://www.eiu.com/>

Emirates Investment Authority - <http://www.eia.gov.ae/>

Emirates247 - <http://www.emirates247.com/>

Enciclopedia Treccani - <http://www.treccani.it/>

EY Insights - <http://www.ey.com/GL/en/Issues>

Financial Times - <http://www.ft.com/home/uk>

Forbes – <http://www.forbes.com>

Gulf Cooperation Council - <http://www.gcc-sg.org/eng/>

Gulf Monetary Council - <http://en.gmco.int/>

Gulf News - <http://gulfnews.com/>

ICC Saudi Arabia - <http://www.iccsaudiarabia.org.sa/>

Il Denaro - <http://ildenaro.it/>

Il Sole 24 Ore - <http://www.ilsole24ore.com/>

Institutional Investor - <http://www.institutionalinvestor.com/>

International Forum of Sovereign Wealth Funds - <http://www.ifswf.org/>

International Monetary Fund - <http://www.imf.org/external/index.htm>

International Working Group of Sovereign Wealth Funds - <http://www.iwg-swf.org/>

Invest AD - <http://www.investad.com/>

Investment Corporation of Dubai - <http://www.icd.gov.ae/>

Investopedia - <http://www.investopedia.com/>

Iran Chamber - <http://en.iccima.ir/>

Istithmar World - <http://www.istithmarworld.com/>

Italia Oggi - <http://www.italiaoggi.it/>

Khaleej Times - <http://www.khaleejtimes.com/>

KPMG - <http://www.kpmg.com/>

Kuwait Chamber - <http://www.kuwaitchamber.org.kw/>

Kuwait Investment Authority - <http://www.kia.gov.kw/>

McKinsey Global Institute - <http://www.mckinsey.com/insights/mgi>

Milano Finanza - <http://www.milanofinanza.it/>

Morning Star - <http://www.morningstar.it/>

Mubadala Development Company - <https://www.mubadala.com/>

Mumtalakat Holding Company - <http://www.bmhc.bh/>

Munich Personal RePec Archive - <http://mpra.repec.org/>

National Development Fund of Islamic Republic of Iran - <http://en.ndfi.ir/>

OECD - <http://www.oecd.org/>

Oman Chamber - <http://www.chamberoman.com/index.aspx>

Oman Investment Fund - <http://www.oif.om/>

Oxford SWF Project Blog - <https://oxfordswf.wordpress.com/>

PWC Research and Insights - <http://www.pwc.com/researchandinsights>

Qatar Central Bank - <http://www.qcb.gov.qa/>

Qatar Chamber - <http://qatarchamber.com/>

Qatar Investment Authority - <http://www.qia.qa/Pages/default.aspx>

Ras Al Khaimah Investment Authority - <http://www.rak-ia.com/>

Repubblica - <http://www.repubblica.it/>

Reuters Business - <http://www.reuters.com/finance>

Roubini Global Economics - <https://www.roubini.com/>

Sanabil Investments - <http://www.sanabil.sa/en/Pages/default.aspx>

Saudi Arabian Monetary Agency - <http://www.sama.gov.sa/en-US>

Sharjah Investment Authority - <http://shurooq.gov.ae/>

Sovereign Wealth Center - <http://www.sovereignwealthcenter.com/>

Sovereign Wealth Fund Institute - <http://www.swfinstitute.org/>

State General Reserve Fund - <http://www.sgrf.gov.om/index.html>

The Economist - <http://www.economist.com/>

The National - <http://www.thenational.ae/>

The Wall Street Journal - <http://www.wsj.com/>

World Bank Group - <http://www.worldbank.org/>

World Trade Organization - <https://www.wto.org/>