

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

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: *Rentierism e Late Rentierism*.....87
 - 2.1.2.1 *Le caratteristiche di un Late Rentier State*.....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 cedere 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 leviatantiche 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.

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, sconfiggendo 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 rischio, 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 Columbia 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/>