

POLITECNICO DI MILANO

Scuola di Ingegneria Industriale e dell'Informazione

**Corso di Laurea Magistrale in
Ingegneria Gestionale**



Investimenti dei Sovereign Wealth Funds e loro impatto sulle performance
operative delle imprese target

Relatore:

Prof. Stefano ELIA

Correlatore:

Prof. Samuele MURTINU

Tesi di Laurea Magistrale di

Veronica TREVISAN

Matricola: 784262

ANNO ACCADEMICO 2013-2014

Indice dei contenuti

1	I Sovereign Wealth Funds	7
1.1	Definizione di Sovereign Wealth Fund	7
1.2	Le cause della nascita dei Sovereign Wealth Funds.....	11
1.3	Storia e tratti evolutivi dei Sovereign Wealth Funds.....	15
1.4	Classificazione dei Sovereign Wealth Funds	17
1.5	Sovereign investment vehicles, analogie e differenze con i SWFs.....	21
1.6	Dibattito sulla trasparenza dei SWFs	23
2	Impatto dei Sovereign Wealth Funds sulle imprese target	31
3	Database	42
3.1	Database degli investimenti dei Sovereign Wealth Funds	42
3.2	Database delle performance finanziarie ed operative delle imprese target	88
4	Modello teorico	91
5	Analisi econometrica	98
5.1	Descrizione del dataset	98
5.2	Variabili.....	101
5.3	Modello e metodi di stima.....	105
5.4	Analisi dei campioni.....	107

5.5	Risultati e interpretazioni	119
6	Conclusioni.....	132
7	Indice delle Tabelle	137
8	Indice dei grafici.....	139
9	Indice delle figure.....	140
10	Bibliografia	141
11	Appendice.....	149

Abstract

Il presente lavoro tratta il fenomeno dei Sovereign Wealth Funds (SWFs) e i loro investimenti. Essi rappresentano un insieme piuttosto eterogeneo di investitori che sta assumendo negli ultimi anni un ruolo di primo piano sulla scena economica e finanziaria globale. Il crescente interesse verso questa tipologia di grandi investitori è dovuto a diversi fattori: la loro natura governativa, la dimensione abnorme di capitali che gestiscono (dell'ordine di trilioni di dollari), la sempre più vivace attività di investimento al di fuori dei propri confini nazionali. Inoltre essi hanno svolto un ruolo di primo piano nel salvataggio di molte istituzioni finanziarie occidentali durante la recente crisi finanziaria. Il loro enorme patrimonio può essere sia una fonte di opportunità per gli equilibri economico finanziari globali e per le imprese che acquisiscono, sia una minaccia. La scarsa trasparenza che accompagna la maggior parte di questi fondi e la loro provenienza (per la maggior parte sono infatti originati dai governi di economie non occidentali con ruoli ormai di primaria importanza sulla scena economica e politica mondiale, in particolare governi asiatici e arabi), alimenta il timore nell'opinione pubblica, nelle istituzioni internazionali e nei governi dei paesi che ricevono i loro investimenti, che essi siano strumenti dei governi che li creano, per perseguire obiettivi di natura politica e strategica.

Nella prima parte del lavoro, verrà introdotto e inquadrato il fenomeno. In seguito si procederà alla descrizione del processo di costruzione *ex-novo* di un database che raccoglie un numero considerevole di investimenti dei SWFs tra il 1998 e il 2014, e di un database delle performance finanziarie ed operative delle imprese oggetto di questi investimenti. Infine verranno svolte, sulla base dei dati raccolti, delle analisi econometriche allo scopo di valutare l'impatto degli investimenti dei SWFs sulle

performance operative delle imprese target nel medio termine, testando la validità delle ipotesi di ricerca formulate nel corso della trattazione, su alcune variabili esplicative considerate chiave per comprendere le cause di un possibile effetto dei fondi sulle performance operative. A questo proposito verrà utilizzato un modello per dati panel dinamici, utilizzando uno stimatore di tipo GMM-SYS. Lo studio viene approfondito suddividendo il campione degli investimenti tra imprese *cross-border* e imprese domestiche, in modo da valutare l'esistenza di differenze in termini d'impatto sulle performance operative dell'impresa e indagarne le determinanti.

1 I Sovereign Wealth Funds

1.1 Definizione di Sovereign Wealth Fund

Quello dei Sovereign Wealth Funds (SWFs) è un fenomeno ancora in evoluzione. Essi rappresentano un insieme di investitori eterogeneo: diversi background, fonti di ricchezza, obiettivi, differenti strategie di investimento attuate, e diverse strutture manageriali che li governano; questo li rende una classe di investitori complessa da definire e piuttosto articolata.

Più autori si sono espressi in merito alle caratteristiche che i SWFs devono possedere per essere considerati tali.

Di seguito si procederà ad una rassegna delle definizioni che si sono susseguite nel tempo, proposte dai ricercatori e dagli economisti, dai Governi e dalle organizzazioni internazionali, nel tentativo di fare chiarezza il più possibile sul fenomeno, tenendo conto del fatto che comunque, ad oggi non vi è una definizione precisa ed unica, universalmente accettata di Sovereign Wealth Fund.

Vi è però una caratteristica comune su cui tutti gli autori e i ricercatori convengono: i SWFs sono investitori istituzionali, strettamente collegati con i Governi che li hanno creati.

L'origine del fenomeno risale a diverse decadi fa: nel 1953 lo Stato del Kuwait istituì il Kuwait Investment Board, con lo scopo di gestire i proventi ottenuti con l'esportazione del petrolio; esso può essere definito come il primo SWFs.

Tuttavia solo nell'ultimo decennio del secolo scorso, il fenomeno è stato riconosciuto e sono nati i primi tentativi di definirlo: nel 2005, l'economista della U.S. State Street

Bank, Andrew Rozanov¹ utilizza questo termine, definendone sommariamente le caratteristiche. Egli definisce i SWFs come veicoli d'investimento governativi, finanziati da surplus del bilancio nazionale, derivante dall'esportazione di materie prime ma anche dall'attuazione di particolari strategie che mirano a generare avanzi delle partite correnti (strategie di tipo export-led) o da una politica fiscale favorevole, associata a contenimenti della spesa pubblica, con l'obiettivo di gestire le riserve in valuta estera detenute dalle Banche Centrali, al fine di isolare i bilanci pubblici dalla volatilità delle entrate, contribuire a sterilizzare la liquidità in eccesso, costituire risparmi per le generazioni future, contribuire allo sviluppo economico e sociale del paese.

Negli anni successivi, l'attenzione verso questi investitori è aumentata, sia per il numero di nuovi SWFs creati, che per il ruolo che essi hanno avuto durante la crisi finanziaria del 2008, in cui hanno effettuato salvataggi importanti nelle istituzioni finanziarie occidentali, scaturendo notevole clamore. Il fenomeno è ancora in evoluzione: da fenomeno confinato entro le frontiere nazionali i SWFs sono cresciuti ed hanno acquistato un'importanza via via crescente sulla scena economica mondiale.

La definizione coniata da Rozanov, accompagnata dalla crescita dell'importanza attribuita al fenomeno ha acceso il dibattito sulla definizione.

Molte organizzazioni internazionali hanno provato a definire i SWFs.

L'IMF (2008) li definisce come fondi d'investimento istituiti dal governo, costituiti da strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni o beni patrimoniali, che investono principalmente nel lungo periodo e al di fuori della nazione che li ha creati, per raggiungere una varietà di scopi di carattere macroeconomico. Sempre nel 2008 l'IMF costituisce l'International Working Group (IWG),² che ha definito i SWFs come speciali veicoli di investimento di emanazione governativa, le cui risorse finanziarie sono impiegate attraverso l'implementazione di differenti risorse d'investimento, tra cui l'investimento in attività finanziarie estere, al fine di conseguire diversi obiettivi macroeconomici. Si sottolinea come l'impiego delle risorse nei mercati finanziari esteri sia volto al raggiungimento di obiettivi di tipo finanziario, piuttosto che strategico. L'IWG sottolinea l'eterogeneità degli SWFs, il cui termine comprende organismi anche molto diversi tra loro. Tuttavia si puntualizza su cosa non appartenga alla categoria:

¹ Rozanov (2005)

² L'*International Working Group* è un gruppo di lavoro composto da rappresentanti dei principali SWFs e da alcuni esponenti dell'IMF, con lo scopo di istituire e adottare un codice di condotta, noto come "Santiago Principles", di cui si parlerà successivamente

gestione delle riserve in valuta delle autorità monetarie, le State Owned Enterprises, fondi pensione degli impiegati statali.³

Balding (2008) dà una definizione ampia del fenomeno, egli ritiene che i SWFs siano un pools di capitali controllati dal governo oppure veicoli di investimento governativi che investono in attività avendo come obiettivo rendimenti superiori al tasso risk free.

In questa definizione, non viene data particolare importanza alla diversificazione geografica degli investimenti, infatti rientrano nella definizione sia i fondi che impiegano le risorse finanziarie in attività estere sia quelli che investono in attività domestiche; nello stesso lavoro in cui definisce i SWFs. Balding, trova un riscontro empirico a questo fatto, in quanto nella sua ricerca vi è una conferma che in prima istanza i SWFs tendono ad investire nelle attività domestiche.⁴ Stephen Jen nel 2007 ha dato una definizione di SWFs, indicandoli come veicoli di investimento governativi, che investono in assets denominati in valuta estera e che sono gestiti distintamente dalle riserve ufficiali in mano alle Banche Centrali.

La definizione di Jen individua cinque caratteristiche fondamentali che un SWF deve possedere per essere definito tale:

- Legame con il governo
- Elevata esposizione in valuta estera
- Non possiede liabilities esplicite
- Elevata tollerabilità al rischio
- Orizzonte di investimento di lungo periodo

Il Monitor Group et al.(2008) considera gli SWFs dei veicoli di investimento che possiedono le seguenti caratteristiche:

- Sono detenuti direttamente da uno Stato sovrano
- Sono gestiti in modo indipendente rispetto ad altre istituzioni finanziarie statali
- Sono privi di passività esplicite di natura previdenziale
- Investono in un'ampia gamma di attività finanziarie secondo un'ottica di ottimizzazione del binomio rischio-rendimento
- Hanno un portafoglio di attività prevalentemente estere.

³ Questa distinzione verrà approfondita in seguito.

⁴ Balding 2008

Anche Clark Dixon e Monk (2012) hanno articolato una definizione di SWFs che si basa su tre caratteristiche fondamentali:

- Il governo ha il pieno controllo o la maggioranza del controllo sul fondo ed esercita il controllo direttamente o indirettamente attraverso un board creato appositamente
- Gli SWFs non hanno liabilities dirette, se presenti esse si presentano sotto forma intra-governativa (debiti verso la Banca Centrale o verso il ministero delle finanze). Quindi essi non hanno creditori esterni, i loro asset non sono soggetti a diritti di proprietà di terze parti, esterne al Governo
- I fondi sovrani sono gestiti in accordo agli interessi e agli obiettivi del governo. Questi obiettivi guidano le scelte strategiche del fondo, in modo radicalmente diverso rispetto ad altre istituzioni finanziarie, come i fondi pensione per esempio; nel caso dei fondi sovrani, a differenza dei fondi pensione, i beneficiari dei rendimenti del fondo non sono particolari classi di cittadini, ma il governo e la cittadinanza nella sua interezza

È evidente come il fatto che non vi sia un'unica linea di pensiero sulla definizione di SWF aggiunga complessità ad un fenomeno già di per sé articolato.

Alla luce delle molteplici definizioni elencate, si ritiene indispensabile, secondo l'opinione di chi scrive, utilizzare un nuovo approccio nel processo di definizione di un SWFs, che sintetizzi e allo stesso tempo comprenda le diverse definizioni, che per certi punti sono in contrasto fra loro. Il recente lavoro di Capapè e Guerrero (2013) risponde a questo bisogno. Dopo aver studiato la maggior parte della letteratura rilevante sull'argomento, i due autori sono giunti a definire una definizione "concentrica", diversa da un mero elenco di caratteristiche che i fondi sovrani devono possedere. La loro definizione è il risultato di un'attenta analisi della letteratura, con lo scopo di capire quali sono le caratteristiche comuni a tutte le definizioni date dai diversi autori sull'argomento, e quali caratteristiche sono invece meno comuni, la cui esistenza però non preclude l'inclusione di un fondo nell'ampio insieme dei SWFs. Infatti del largo insieme di caratteristiche che viene conferita ai SWFs solo poche sono comuni a tutti i fondi e sono sufficienti ad includere il fondo nell'ampio insieme dei SWFs:

- Fondi d'investimento posseduti dal governo (utilizzata nel 100% dei paper e

ricerche analizzati dagli autori)

- Portafoglio composto sia da assets domestici che esteri (68% della letteratura)
- Non possiedono liabilities pensionistiche esplicite (58%)

Le successive caratteristiche sono meno comuni, ma si possono ritrovare in molti degli SWFs che vengono riconosciuti come tali, eccone alcune:

- Struttura indipendente
- Obiettivi finanziari
- Orizzonte d'investimento di lungo periodo
- Ricerca rendimenti superiori al tasso *risk-free*

1.2 Le cause della nascita dei Sovereign Wealth Funds

I Sovereign Wealth Funds sono un insieme articolato ed eterogeneo di veicoli d'investimento. Essi non rappresentano un nuovo fenomeno: i primi SWF sono attivi nel sistema finanziario internazionale fin dagli anni '50. È però dall'inizio degli anni 2000 che essi hanno assunto un ruolo prominente nell'economia mondiale a causa del verificarsi di più fenomeni economici in contemporanea. Da un lato un aumento consistente dei prezzi del petrolio, una sostenuta crescita economica in diverse nazioni asiatiche (la Cina *in primis*) e dall'altro un rallentamento economico in Europa e negli Stati Uniti; tutto questo ha portato ad ingenti avanzi delle partite correnti nei paesi esportatori di petrolio e in diversi stati dell'Asia, mentre in Europa e negli Stati Uniti si sono verificati consistenti disavanzi. Durante la crisi finanziaria innescata nel 2008, più di un terzo dei fondi ricevuti dagli istituti finanziari occidentali provenivano dai Sovereign Wealth Funds arabi ed asiatici.⁵

Questo squilibrio a livello globale ha dato impeto ai SWFs, che sono aumentati sia in termini di dimensioni, che in numero. Un'ultima ondata di creazione di nuovi fondi si è verificata dal 2008 in poi.

Negli ultimi decenni si è assistito ad un'accelerazione senza precedenti nel processo di integrazione dei mercati finanziari.

L'aumento degli scambi di flussi commerciali e finanziari tra diversi paesi e quindi,

⁵ E. Woertz, 'GCC needs the dollar and the US needs the funding', *Financial Times*, 29 May 2008

differenti economie porta ad una maggiore correlazione tra i cicli economici. Questo fenomeno assume una connotazione negativa quando, in caso di crisi in un paese, avviene il contagio di altre economie, la crisi si diffonde velocemente in altri paesi e le conseguenze possono essere catastrofiche se non si provvede a tamponare ed arginare il fenomeno con politiche di prevenzione o mitigazione.

Parallelamente alla globalizzazione dei mercati, si è sviluppato un nuovo tipo di crisi finanziaria, che coinvolge in particolare i paesi emergenti. Fra le cause di queste crisi economiche ci sono eventi macroeconomici non recenti. In particolare dopo la Seconda Guerra Mondiale il sistema monetario internazionale ha subito un'evoluzione: dopo il fallimento del sistema a cambi fissi stabilito dagli accordi di Bretton Woods venne ristabilito un sistema a cambi flessibili (Jamaica System); questo sistema, oltre ai vantaggi di cui è portatore (maggiore indipendenza per ciascun Paese riguardo le politiche di bilancio da attuare, migliore e più rapida capacità di reazione ai cambiamenti economici), introdusse anche una maggiore incertezza, instabilità finanziaria e volatilità dei tassi di cambio, che si è tradotta negli anni in diverse crisi di cambio e bancarie, sviluppatasi soprattutto nei paesi emergenti.⁶

Queste crisi sono innescate da fasi di rallentamento dell'economia, che seguono a prolungati periodi di forte crescita alimentati da afflussi di capitali esteri che improvvisamente vengono a mancare (fenomeno denominato *sudden stop*).

I problemi si diffondono prima nel settore bancario e di solito segue una crisi di cambio. La crisi di cambio amplifica quella bancaria in presenza di passività denominate in valuta estera; di conseguenza il cambio subisce un sostanziale deprezzamento mentre il sistema bancario soffre di una diffusa fragilità. Per contrastare queste crisi si va incontro a provvedimenti pesanti (imposti o suggeriti dal FMI) che impongono un riordino dei conti pubblici molto impegnativo.

I paesi emergenti hanno quindi attuato politiche di accumulo di riserve in valuta per far fronte a fenomeni di *sudden stop* con lo scopo di ridurre la probabilità di accadimento di una crisi finanziaria da un lato (*crisis prevention*), e nel caso in cui questa si verificasse, ridurre l'impatto creando maggiore capacità di manovra (*crisis management*). Queste riserve servono inoltre a ridurre la volatilità del tasso di cambio e favoriscono le

⁶ Esempi: Messico (1994-1995), Tigri Asiatiche (1997-1998), Russia (1998), Brasile (1999), Turchia (2001), Argentina (2001)

esportazioni. L'accumulo di queste riserve è favorito da deficit della bilancia dei pagamenti nelle economie sviluppate, come in Europa e negli stati Uniti.

L'accumulo di riserve in valuta estera apporta due benefici principali:

- Assicurazione contro la crisi finanziaria: i paesi caratterizzati da alta esposizione in assets liquidi in valuta estera sono più capaci di sopravvivere al panico nei mercati domestici e internazionali e a improvvise inversioni dei flussi di capitale. In questo caso le riserve estere sono viste come un paracolpi contro le crisi finanziarie
- Sostengono le esportazioni: grandi scorte di riserve in valuta estera permettono di tenere svalutata la moneta e di seguire una strategia di crescita cosiddetta *export-led*. Le riserve sono utilizzate dalla banca centrale per intervenire allo scopo di mantenere un tasso di cambio obiettivo e ridurre la volatilità dello stesso. È evidente come mitigando la volatilità del tasso di cambio si incentiva la crescita del paese, per questo motivo i *developing country* perseguono strategie di questo tipo

Nella recente letteratura l'assicurazione contro la crisi sembra essere il motivo principale per cui si accumulano le riserve.

La crescita del PIL globale è stata significativa dalla fine degli anni '90 al 2007. In particolare i paesi emergenti hanno mantenuto tassi di crescita elevati a partire dalla fine degli anni '90. Questa maggior produzione a livello globale si è tradotta in una maggiore domanda di materie prime, in particolare petrolio, il cui prezzo è stato interessato da un trend positivo particolarmente accentuato. I paesi produttori di petrolio hanno visto un aumento consistente dei proventi originati da questa preziosa risorsa naturale: sia nel caso di un controllo diretto, con i proventi dovuti alle vendite di petrolio, sia legati alle tasse imposte ai produttori privati.

Se queste ingenti entrate vengono utilizzate dai Governi per incrementare la spesa pubblica, quando i prezzi della materia prima scendono (essendo il prezzo del petrolio molto volatile), la spesa pubblica si riduce in concomitanza. Questo ha un effetto negativo sull'inflazione e aumenta l'apprezzamento reale della valuta.

Per evitare queste situazioni i proventi in eccesso del petrolio devono essere utilizzati in modo alternativo e più efficiente.

A causa del trend crescente del prezzo delle materie prime, dell'accumulo di riserve in valuta estera a scopo preventivo e del perseguimento di strategie di crescita guidate soprattutto dalle esportazioni da parte di alcuni dei paesi emergenti (*in primis* la Cina), alcuni paesi sono stati caratterizzati negli ultimi anni da un surplus persistente delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Dato che, per definizione, la somma globale delle partite correnti deve essere pari a zero, a surplus della bilancia dei pagamenti in certi paesi, corrispondono ad altrettanti deficit in altri paesi, come gli Stati Uniti e i Paesi Europei (il grafico sottostante riporta per il periodo 1991-2013 l'andamento delle partite correnti per i paesi più significativi).

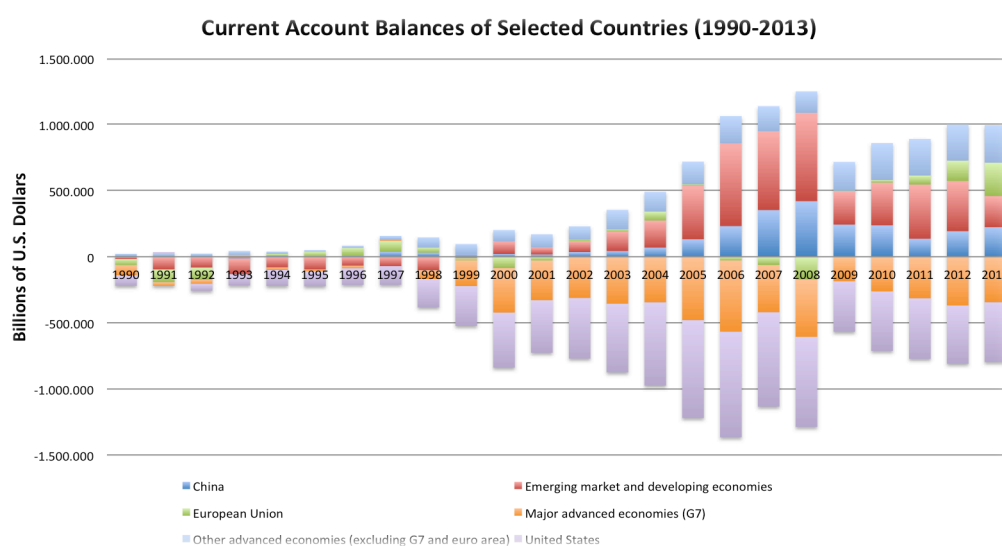


Gráfico 1.1 Equilibrio delle partite correnti, 1990-2013, rielaborazione

Il risultato è che molti paesi, molti dei quali tra l'altro, caratterizzati dalla creazione di SWFs, si ritrovano con riserve in valuta estera più di quante siano necessarie per motivi di natura prudenziale, come invece sarebbe auspicabile in relazione alle regole auree basate sui fondamentali dell'economia.⁷

Le riserve in eccesso hanno un costo opportunità (se non vengono investite non rendono) e portano ad una sovraesposizione al rischio di tasso di cambio nei confronti dei partner commerciali esteri. Se immesse nell'economia domestica portano a problemi di altra

⁷ La regola di Greenspan-Guidotti stabilisce che la dimensione precauzionale delle riserve in valuta estera dovrebbe coprire il debito estero a breve termine, fino ad un anno, con una possibile estensione all'intero stock di debito estero.

natura (*dutch disease*⁸, inflazione).

Lo Stato quindi utilizza veicoli d'investimento alternativi, come appunto i SWFs, per investire il surplus in eccesso in assets ad alto rendimento e con orizzonte temporale di lungo periodo, diversamente dagli strumenti finanziari utilizzati tradizionalmente dalla Banca Centrale di un Paese, che sono meno rischiosi e meno redditizi in quanto devono sottostare a vincoli di natura più restrittiva, per motivi legati alla stabilità economica del Paese.⁹

1.3 Storia e tratti evolutivi dei Sovereign Wealth Funds

La storia dei Sovereign Wealth Funds inizia negli anni '50, anni in cui i paesi produttori di petrolio iniziarono ad imporre delle tasse piuttosto elevate connesse al prezzo del petrolio¹⁰, che contribuirono ad un aumento considerevole delle entrate statali. L'istituzione del primo fondo che possiamo definire SWFs si colloca nel 1953, il Kuwait Investment Board, creato dallo sceicco dell'omonimo emirato arabo allo scopo di investire i proventi derivanti dalle tasse imposte sulle esportazioni di petrolio. Dal 1965 il fondo cambiò nome e divenne il Kuwait Investment Board (KIA) il quale fu ufficialmente incaricato di investire il 10% dei ricavi ottenuti ogni anno dalla vendita di petrolio al fine di ridurre la dipendenza del bilancio statale dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio stesso e in modo da creare ricchezza da trasferire alle generazioni future.

In seguito venne istituito nel 1956 il Revenue Equalisation Reserve Fund nelle allora isole Gilbert (all'epoca sotto l'amministrazione britannica) poi trasformatesi nel 1979 nella Repubblica di Kiribati, il cui obiettivo era quello di gestire i proventi derivanti dalle

⁸ Dutch disease: il termine viene utilizzato per descrivere un fenomeno, che si presentò per la prima volta in Olanda dopo la scoperta di alcuni giacimenti di gas naturale nel Mare del Nord negli anni '60, che ebbe effetti negativi portando alla stagnazione economica. Un aumento consistente e improvviso nella dotazione di risorse può indurre lo spostamento delle risorse di un Paese da quelle attività che garantiscono una crescita di lungo periodo (attività industriali in genere e di servizi), verso attività di sfruttamento della risorsa naturale divenuta abbondante (tipicamente attività estrattive). Il boom di risorse causa un apprezzamento del tasso di cambio, producendo una contrazione nelle esportazioni di prodotti manifatturieri, e lo spostamento dei fattori produttivi capitale e lavoro dall'industria manifatturiera all'industria estrattiva, facendo aumentare di conseguenza i costi di produzione dell'industria manifatturiera.

⁹ Aizenman e Glick (2008)

¹⁰ Cfr PETRAS F.J., SMITH S., MORLEY H.M., *The Nationalization of Venezuelan Oil*, ed. Praeger, New York, 1977; TETREAULT M. A., *The Kuwait Petroleum Corporation and the Economics of the New World Order*, ed. Quorum Books, Westport, 1995.

miniére di fosfato. Nonostante la dimensione piccola del fondo in questione il fondo ha un importante ruolo nell'economia nazionale, rappresentando una delle principali fonti di reddito.

Questi primi due fondi si possono far risalire ad una prima fase della nascita e sviluppo del fenomeno SWFs, in cui sono presenti principalmente fondi commodity, ovvero quei fondi che traggono la loro ricchezza dai proventi dei beni commodity in particolare il petrolio.

Una seconda fase di espansione del fenomeno si è verificata nel periodo 1974-1981.

Dagli inizi degli anni '70 il prezzo del petrolio ha subito un rapido incremento, grazie alla sempre più importante influenza esercitata ai paesi membri dell'OPEC e al verificarsi di alcuni eventi di carattere geopolitico. Questo ha ulteriormente permesso di accumulare ricchezza ai paesi esportatori di petrolio che venne così incanalata in nuove tipologie di veicoli di investimento. È proprio in questo periodo che sono nati molti dei SWFs che ancora oggi operano.

Nel 1976 ad esempio è stato istituito l'Abu Dhabi Investment Authority negli Emirati Arabi Uniti, nello stesso anno fu creato l'Alberta Heritage Fund canadese e l'Alaska Permanent Fund negli USA, mentre nel 1981 il fondo Lybian Investment Authority.

Tutti questi fondi traggono origine da ricchezza proveniente da beni *commodity*, nello stesso periodo però nascono anche fondi non *commodity* tra cui l'importante fondo di Singapore, Temasek, nel 1974, e il Government of Singapore Investment Corporation nel 1981. Temasek fu creato con l'obiettivo di gestire le partecipazioni governative nelle imprese nazionali, in seguito il fondo ha sviluppato la propria strategia di investimento in tutta l'Asia Sud Pacifico, fino ad arrivare ad investire nei Paesi sviluppati; il Government of Singapore Investment Corporation fu istituito per gestire le riserve in valuta estera in eccesso.

Nei successivi due decenni si registrano creazioni significative di nuovi fondi. Nel 1990 di un fondo da parte del governo norvegese, con il nome di Petroleum Fund. Nel 2006, in corrispondenza della riforma del sistema pensionistico, il fondo è rinominato Government Pension Fund Global, il nome richiama l'obiettivo di utilizzare i proventi dell'attività di investimento per il benessere delle generazioni future, ma non è sottoposto a specifici obblighi di tipo pensionistico. Tra i fondi non *commodity* vi è da segnalare unicamente la costituzione del Khazanah Nasional malese al fine di impiegare le risorse provenienti da operazioni di privatizzazione d'impresé statali in investimenti di tipo strategico, con

l'obiettivo di investire nello sviluppo infrastrutturale del paese.

Tra l'inizio del nuovo millennio e prima della crisi finanziaria del 2008, si è registrata una fase di espansione del fenomeno dei SWFs, grazie ai fenomeni già citati in precedenza come un rapido incremento dei prezzi delle materie prime, che favorisce la nascita di fondi commodity, mentre il verificarsi della crisi finanziaria, che ha portato alcuni paesi ad implementare strategie per l'accumulo di riserve, ha favorito la nascita di nuovi fondi come il Fundo Soberano do Brasil (2008) o il Fundo Soberano de Angola (2012).

Nel 2002 gli Emirati Arabi Uniti hanno creato il fondo Mubadala Investment Company, successivamente il fondo Istithmar World.

Tra i fondi non *commodity* vengono istituiti nel 2001 il New Zealand Superannuation Fund e il National Pension Reserve Fund irlandese, entrambi sono SWFs pensione, presenti in modo rilevante in termini di attività di investimento all'interno del database delle transazioni creato e sui cui si basano le analisi del presente lavoro.

Nel 2005, nell'area Sud est asiatica è stato istituito il Korea Investment Corporation, attraverso il trasferimento di \$17 miliardi di riserve in valuta estera, mentre due anni dopo è stato istituito il China Investment Corporation che vanta un *asset under management* di 200 mld di dollari, provenienti dall'eccesso di riserve estere.

Nel periodo in cui è nata e si è sviluppata la crisi finanziaria (2008-2009) il numero dei SWFs istituiti è diminuito, data la ripida diminuzione dei prezzi del petrolio, crollati dagli oltre \$140 al barile fino a \$40, e la diminuzione dei flussi di capitale diretti verso i paesi emergenti (ad eccezione della nazione cinese).

1.4 Classificazione dei Sovereign Wealth Funds

In letteratura i fondi sovrani d'investimento vengono comunemente suddivisi in base all'origine della ricchezza che amministrano, si possono così distinguere in commodity e non *commodity*.

I primi derivano il loro patrimonio dai surplus della bilancia dei pagamenti generati dalle esportazioni di materie prime e dalle royalties ad esse collegate; i più grandi per dimensione e importanza sfruttano i giacimenti di petrolio e di gas naturale di cui dispongono sul proprio territorio, altri traggono la loro ricchezza dall'esportazione di altre risorse, come rame (ad esempio il fondo PR&ES Fund cileno) e diamanti (Pula Fund del

Botswana). I non-commodity traggono la loro ricchezza dai proventi che derivano da surplus della bilancia dei pagamenti non legati a materie prime o da surplus del bilancio pubblico.¹²

SWFs commodity

Per i paesi esportatori di risorse naturali, l'incentivo a creare un SWF può essere triplice¹³,

1. Ammortizzare gli effetti di un mercato volatile come lo è quello delle *commodity*, assicurandosi flussi in entrata nel lungo periodo
2. Le risorse naturali sono per loro natura esauribili, molti Governi vogliono quindi creare dei fondi che permettano di disporre di nuove risorse, una volta che quelle esauribili non saranno più disponibili, e quindi verranno meno gli introiti collegati ad esse
3. Prevenire la cosiddetta malattia olandese (dutch disease)

La creazione di un SWF può essere una soluzione a tutti e tre i problemi evidenziati.

I prezzi dei beni *commodity* negli ultimi decenni sono stati soggetti ad una notevole volatilità. In particolare durante l'ultimo decennio il prezzo del petrolio è stato soggetto ad una notevole volatilità. Nel 2006 i paesi esportatori di petrolio sono diventati la più ampia fonte di flussi di capitale netto a livello globale, superando l'Asia per la prima volta dagli anni '70.¹⁴

¹² Quadrio 2013, Monk 2008, SWF Institute

¹³ Drezner 2008

¹⁴ Diana Farrell and Susan Lund, *The new role of oil wealth in the world economy*, McKinsey Quarterly 16: 12, <http://www.mckinseyquarterly.com>, accessed 4 July 2008

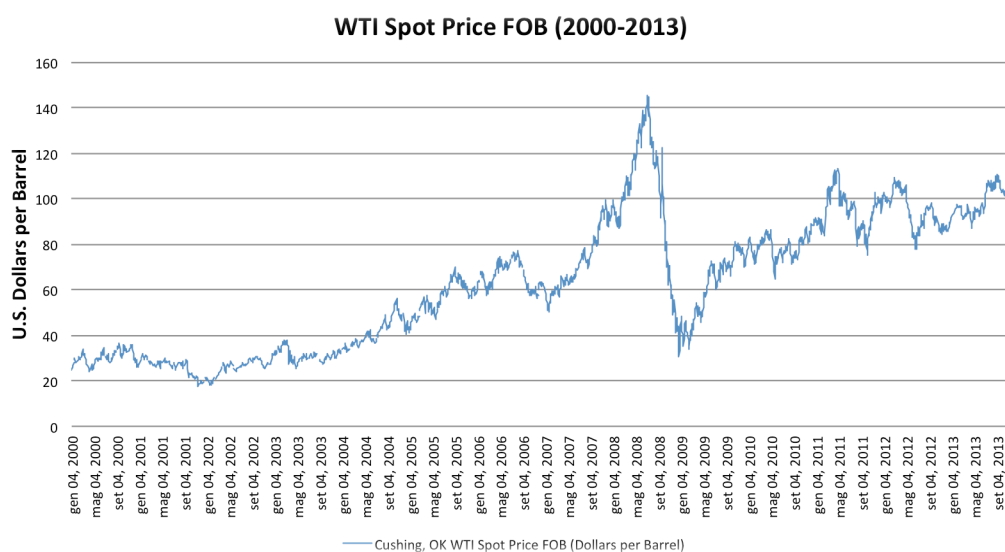


Grafico 1.2 Andamento del prezzo del petrolio, 2000-2013

Come mostrato dal grafico sovrastante, il prezzo del petrolio ha subito un incremento notevole sin dagli anni 2000 rispetto al decennio precedente; dal minimo storico (almeno per gli ultimi tre decenni) del '98 (quando il petrolio aveva raggiunto il prezzo di 10 dollari al barile) si è registrato un trend crescente.

Ciò ha comportato un massiccio trasferimento di *asset* finanziari dai principali paesi consumatori di petrolio (USA, Europa e Asia) verso i maggiori esportatori di petrolio: membri dell'OPEC,¹⁵ Russia e Norvegia. Questa enorme quantità di risorse è stata veicolata in fondi ad hoc quali i SWFs: esempi di questi fondi sono il Government Pension Fund-Global norvegese, il Kuwait Investment Authority, l'International Petroleum Investment Company di Dubai. I governi di questi paesi hanno creato tali fondi al fine di far rendere questa enorme fonte di ricchezza in modo ottimale.

Per dare un'idea della ricchezza in mano a questi governi si può fare riferimento al report annuale della BP sull'energia mondiale del 2012. Nello stesso anno la regione MENA, ha prodotto da sola il 32,5% del petrolio a livello mondiale, mentre il consumo della stessa risorsa dalla medesima regione è stato del 9,1%.¹⁶ Il resto delle risorse petrolifere estratte è stato esportato verso le regioni che consumano in modo intensivo il petrolio e che non ne dispongono, o non abbastanza, per poter soddisfare autonomamente il proprio

¹⁵ tra cui: Kuwait, Qatar, Emirati Arabi, Arabia Saudita,

¹⁶http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/statistical_review/statistical_review_of_world_energy_2013.pdf

fabbisogno interno.

SWFs non commodity

Questa tipologia di fondi viene creata attraverso la raccolta dell'eccesso di riserve in valuta estera. Tra questi è possibile distinguere i *foreign exchange resource* che vengono costituiti attraverso una parte delle riserve in valuta estera accumulate per un ammontare in eccesso rispetto a quanto indicato dai tradizionali criteri di natura prudenziale, e *fiscal fund*, che traggono la loro ricchezza dai surplus di natura fiscale, attraverso i quali vengono investiti i proventi derivanti dalle privatizzazioni e gli avanzi strutturali dei bilanci statali (tra i più importanti troviamo il fondo Temasek di Singapore e il Khazanah Nasional della Malesia).

La distinzione tra *commodity* e non *commodity* non è però mutuamente esclusiva: esistono fondi che traggono la loro ricchezza da più tipologie di fonti come ad esempio il Fondo de Estabilizacion Economica y Social (FEES) cileno.

Un'altra tassonomia utilizzata è quella proposta dall'IMF¹⁷ che classifica i Sovereign Wealth Funds in relazione agli obiettivi per i quali essi sono stati costituiti. Si possono così distinguere:

- **Fondi di stabilizzazione** (*stabilization funds*): hanno come obiettivo principale di rendere il bilancio statale indipendente dalle fluttuazioni di prezzo delle materie prime, in particolare di quelle importanti per l'economia del paese. I fondi possono essere visti come serbatoi di capitali in cui accumulare denaro quando il prezzo delle risorse è alto e da cui attingere quando esso cala
- **Fondi di risparmio** (*saving funds*): sono una forma di trasferimento di ricchezza intergenerazionale. Il loro obiettivo primario è quello di trasformare la ricchezza derivante da risorse esauribili (come il petrolio) in *asset* maggiormente diversificati, così da garantire il benessere delle generazioni future, le quali non potranno godere direttamente dei proventi delle risorse naturali; hanno quindi, per loro natura costitutiva, obiettivi di lungo periodo. Questa tipologia di SWFs è caratterizzata da rapporti rischio-rendimento elevati, a differenza di altre tipologie (come ad esempio i *pension fund*)
- **Fondi d'investimento delle riserve in valuta estera** (*reserve investment*)

¹⁷Caruana e Allen 2008

corporations): hanno lo scopo di investire gli eccessi di liquidità in modo da massimizzarne il rendimento. Solitamente, infatti, le Banche Centrali impiegano le riserve in operazioni caratterizzate da alta liquidità e basso rischio. Se le riserve sono però sistematicamente in eccesso, è possibile investirle in attività finanziarie con un profilo rischio-rendimento più appetibile

- **Fondi di sviluppo** (*development funds*): finanziano progetti di sviluppo socio-economico (ad esempio la costruzione di infrastrutture) e politiche industriali per favorire la crescita del paese
- **Fondi Pensione** (*contingent pension reserve funds*): finalizzati all'aumento della solidità delle riserve pensionistiche di un paese per far fronte ad eventuali deficit pensionistici futuri

È necessario sottolineare il fatto che questi obiettivi possano essere sovrapposti e cambiare nel tempo. Uno stesso fondo può avere molteplici obiettivi, e quindi può rientrare in più d'una delle categorie sopraelencate; inoltre gli scopi dei SWFs possono mutare nel corso del tempo. I diversi obiettivi influenzano in modo importante i comportamenti d'investimento dei SWFs: al variare degli obiettivi corrispondono differenti profili di rischio-rendimento ricercati e una diversa estensione dell'orizzonte temporale delle strategie d'investimento implementate.

1.5 Sovereign investment vehicles, analogie e differenze con i SWFs

Il termine SWFs viene utilizzato in molti studi e ricerche, nelle quali vengono studiate le caratteristiche, i comportamenti d'investimento, la *governance*, l'impatto e le performance di questi soggetti.

Tuttavia, la mancanza di una definizione chiara ed univoca di cosa sia propriamente un SWFs e di cosa invece non sia da considerare tale, unitamente al fatto che questi soggetti non sono sempre uguali a loro stessi, ma spesso variano la loro struttura e i loro obiettivi a seconda del contesto e delle necessità del momento storico ed economico in cui si trovano, ha portato a sovra-generalizzare. Infatti sotto il "cappello" degli SWFs è compreso un insieme molto ampio di soggetti che differiscono fra loro per obiettivi, strategia, asset allocations, profilo di rischio.

I SWFs si inseriscono nel più ampio insieme dei cosiddetti *sovereign investment vehicles*,

nel quale generalmente vengono fatti rientrare soggetti molto diversi tra loro (banche centrali, imprese possedute dallo Stato, ecc.) ma accomunati da una matrice pubblicistica o dalle fonti di finanziamento utilizzate.

I *sovereign investment vehicles* si collocano quindi lungo un *continuum* che contraddistingue i diversi soggetti in base al profilo di rischio, che va dalle Banche centrali alle *State-Owned Enterprises* (SOEs). Ogni tipo di soggetto ha degli specifici obiettivi.

Possiamo distinguere le seguenti tipologie di *sovereign investment vehicles*:

- Fondi delle Banche Centrali: le Banche Centrali svolgono il compito di sovrintendere al sistema monetario di uno Stato (o più Stati). Esse hanno il ruolo di contenere l'inflazione, stabilizzare la moneta, favorire l'occupazione. Possiedono un alto livello di liquidità, investono, attraverso i propri fondi d'investimento in assets a basso profilo di rischio, in quanto devono essere in grado di assolvere ai loro compiti, essenziali per la stabilità economica del paese.
- Fondi di stabilizzazione: servono ai Governi per proteggere l'economia domestica dagli eccessi di volatilità, inflazione, *dutch disease* e altri fenomeni simili. Hanno assets liquidi, in modo tale da poter intervenire in modo tempestivo in caso di necessità (oro, bond governativi).
- Public Pension Reserve Funds (PPRFs): hanno passività esplicite, devono avere una liquidità sufficiente per pagare le pensioni correnti, e il loro profilo di rischio deve essere coerente con i propri obiettivi costitutivi, assicurando anche nel futuro l'erogazione delle pensioni.
- State Owned enterprises (SOEs): sono definite come società le cui azioni sono in mano principalmente o totalmente al governo e che investono in specifici settori. La linea di confine tra SWFs e SOEs è più sfumata rispetto agli altri soggetti descritti. Si possono delineare alcune differenze: le SOEs sono finanziate dai propri profitti, mentre i SWFs sono finanziati dalle esportazioni di uno stato, inoltre esiste anche una differenza in termini di struttura legale: le SOEs essendo imprese vere e proprie sono soggette all'ordinario diritto societario, i SWFs invece si possono presentare in tre modi diversi: pool di asset, impresa soggetta a leggi speciali o impresa soggetta al diritto societario.

Un SWFs è in pratica un *sovereign investment vehicles* che ha meno restrizioni rispetto

alle altre tipologie, più limitate nello spazio degli investimenti possibili, questo permette di avere una maggiore libertà nella scelta del proprio portafoglio di investimenti non avendo particolari vincoli, in termini di rischio-rendimento, orizzonte temporale, e non possiedono passività¹⁸ esplicite. Tutto ciò li rende meno sensibili alla volatilità di breve periodo, in questo modo sono in grado di ricercare investimenti con ritorni più elevati.

Alcuni veicoli d'investimento che rientrano tra le categorie di *sovereign investment vehicles* descritte sopra possono agire in alcuni casi come SWFs, nonostante siano creati come organismi di altra natura. Anche per questo motivo, la definizione di SWFs non è semplice da esprimere e circoscrivere e dà spazio a differenti versioni. Ad esempio un fondo creato come *Public Pension Reserve Fund* (PPRFs) può nel tempo giungere a perseguire obiettivi analoghi a quelli di un SWFs. Nel presente lavoro, con riferimento al lavoro di Truman (2008), sono stati inseriti nella lista dei fondi analizzati, alcuni PPRFs, caratterizzati da comportamenti simili a quelli degli SWFs veri e propri (esplicitamente denominati come tali). Truman nella lista di SWFs che include nei suoi studi, inserisce anche una sottocategoria denominata Pension SWFs, cioè quei PPRFs che agiscono come SWFs, escludendo quelle strutture pensionistiche in cui gli individui titolari dei conti scelgono le tipologie di investimento in cui i propri soldi vengono vincolati, e nei quali quindi l'azione governativa è limitata all'esecuzione delle scelte dei singoli.

La lista dei fondi considerati SWFs nel presente lavoro, è in accordo con la definizione e la lista di SWFs proposta da Truman (2008 e 2013). Tale lista è proposta in appendice 1.1

1.6 Dibattito sulla trasparenza dei SWFs

La reticenza che i SWFs dimostrano di avere nel rendere pubbliche le informazioni sulle loro attività di investimento ed il fatto che siano, per loro natura intrinseca, legati con i governi dei propri paesi di origine, uniti al peso da loro assunto nell'ultimo decennio come investitori sulla scena economico-finanziaria mondiale, ha scaturito un senso di timore e di diffidenza nell'opinione pubblica, e in particolare nei governi le cui imprese sono oggetto dei loro investimenti; il loro comportamento opaco alimenta una certa preoccupazione riguardo al sospetto, non infondato, ma non ancora dimostrato con evidenza, che gli SWF siano mossi da motivazioni non economiche (o almeno non del

¹⁸ Secondo la definizione adottata nel presente lavoro

tutto economiche); essi, infatti, inducono a pensare, a causa della poca disclosure che prodotta, che molte delle loro attività di investimento siano in realtà guidate obiettivi strategici e politici, piuttosto che economico-finanziari.

La questione della trasparenza dei SWFs, come accennato sopra, emerge in concomitanza con la rapida crescita negli ultimi anni sia del peso, in termini di asset under management, che del numero di nuovi fondi creati, nonché delle loro vivaci, quanto sfuggevoli, attività di investimento.

A questo proposito, molti organismi istituzionali hanno sentito la necessità di instaurare un dibattito riguardo una possibile regolamentazione nelle loro attività di investimento e di una definizione di best practice.

Gli albori del dibattito risalgono al 2007 dall'incontro dei ministri delle Finanze e delle Banche Centrali dei paesi del G7, durante il quale è stata riconosciuta l'importanza dei SWFs come investitori sulla scena economica mondiale, evidenziando le opportunità che questi possono portare, in quanto detentori di assets di dimensioni importanti, ma al contempo sottolineando la necessità di inquadrare le loro attività di investimento che dovrebbero rispettare, come già per altre tipologie di investitori, principi di trasparenza, non discriminazione, prevedibilità. La questione è stata immediatamente ripresa dall'IMF,¹⁹ il quale ha sottolineato la necessità di istituire un dibattito su quali possano essere queste best practice per questo tipo di investitori.

Sono seguite ulteriori proposte di *guidelines* da parte di diverse istituzioni.

Il primo che a proporre principi e linee guida circa il comportamento che dovrebbero tenere gli SWFs è stato, il 25 febbraio del 2008, il vice-segretario del Tesoro Statunitense Clay Lowery, durante una dichiarazione alla stampa.

I principi indicati da Lowery sono i seguenti.²⁰

“As for sovereign wealth funds, I would also suggest four guiding policy principles.

- *invest commercially, not politically. Sovereign wealth fund investment decisions should be based solely on economic grounds, rather than political or foreign policy considerations. Sovereign wealth funds should make this statement a formal part of their basic investment management policies.*

¹⁹ IMF 2007 “Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund.”

²⁰ reperibili al link: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp836.aspx>

- *Convey world-class institutional integrity. Sovereign wealth funds should be transparent about their investment policies and have strong risk-management systems, governance structures, and internal controls. Although not highly leveraged and, in principle, long-term investors, sovereign wealth funds can represent large, concentrated, and opaque positions and thus may cause worries of systemic risk.*
- *Compete fairly with the private sector. Sovereign wealth funds should be careful not to be seen as having an unfair advantage in competing with the private sector for transactions, including by financing acquisitions at below-market rates.*
- *Respect host-country rules. Sovereign wealth funds should comply with and be subject to all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they invest.”*

Questi principi sono poi stati sviluppati ulteriormente in seguito, con le collaborazioni dei governi di Singapore e Abu Dhabi (dichiarazione stampa US Treasury 2008).

Anche la Commissione Europea, nel Marzo del 2008, si è interessata alla questione riguardo le attività di investimento dei fondi sovrani.²¹

Essa ha riconosciuto ai SWFs un ruolo positivo in quanto “fornitori di capitali e liquidità con prospettive di investimento a lungo termine”. Tuttavia, l'emergere di nuovi SWFs caratterizzati da una certa opacità circa la strategia e i loro obiettivi di investimento ha suscitato preoccupazioni anche riguardo a potenziali pratiche non commerciali. Data la natura non ancora ben definita di questi fondi, l'Unione Europea ha espresso l'esigenza di adottare un approccio europeo comune, tenendo conto delle prerogative nazionali, in linea con i cinque principi proposti dalla Commissione stessa: “*impegno a favore di un clima favorevole agli investimenti; sostegno ai lavori in corso nell'ambito dell'FMI e dell'OCSE; utilizzo degli strumenti nazionali e dell'UE se necessario; rispetto degli obblighi imposti dal trattato CE e degli impegni internazionali; proporzionalità e trasparenza*”. Inoltre essa esprime la necessità di avere, a livello internazionale, un codice di condotta volontario per i SWFs e di definire principi per i paesi destinatari a livello internazionale.

Sospinto da queste considerazioni e interventi da parte delle istituzioni internazionali, nell'aprile del 2008 si è costituito l'International Working Group of Sovereign Wealth

²¹ Dalla dichiarazione della presidenza del consiglio dell'unione europea (13-14 Marzo 2008) reperibile al link <http://www.european-council.europa.eu/council-meetings/conclusions.aspx?lang=i>

Funds (IWG), formato da SWFs di 23 paesi, l'IMF, l'OECD e la World Bank, il cui scopo è quello di definire delle *guidelines* e *best practice* per il comportamento a cui dovrebbero attenersi i SWFs nelle loro attività di investimento. Il gruppo di lavoro è giunto a delineare 24 principi, i *General Accepted Principle and Practice* (GAPP); questi principi non rappresentano dei vincoli sul comportamento dei fondi, ma riguardano ciò che i SWFs sono disposti a pubblicare o meno sulle loro attività di investimento.

Accanto ai Principi di Santiago, sono nati degli indicatori che misurano, mediante differenti procedimenti e criteri il grado di trasparenza di un SWF.

Indice di trasparenza di Truman

Truman²² propone un proprio modello di condotta che i SWFs dovrebbero adottare, partendo da alcuni principi e *guidelines* che alcuni fondi hanno già fatto propri.

Truman identifica quattro categorie:

- *Structure*: ci si interroga su quali siano gli obiettivi del SWF in questione, da dove provengano le risorse che il fondo gestisce, se siano integrate con il sistema fiscale del paese di origine. Inoltre si cerca di capire se il fondo abbia una chiara strategia di investimento e se sia indipendente dalle riserve ufficiali del paese.
- *Governance*: riguarda il ruolo svolto dal management del fondo e dal governo del paese di origine nella gestione del fondo, e se questa gestione segua o meno l'utilizzo di una struttura di corporate governance ben definita e se sono stati definiti principi etici da rispettare
- *Accountability and Transparency*: viene valutato in questa sezione il grado di dettaglio e il timing con cui i fondi esplicitano la propria strategia di investimento, le caratteristiche delle operazioni svolte, attraverso attività di reporting e di auditing
- *Behaviour*: riguarda l'esistenza o meno di regole operative che il fondo si è dato in merito all'*asset allocations* del proprio portafoglio, per esempio se esistono delle limitazioni nella dimensione della quota acquisita in un'unica impresa.

Per ogni categoria identificata vengono formulate delle “*yes or no questions*”, ad ogni risposta affermativa viene assegnato il punteggio di 1, con la possibilità di dare anche

²² “*A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practice*”, E.M. Truman (2008)

solo frazioni di punto. I punti analizzati sono 33 in totale, tutti con lo stesso peso relativo, poi tramutati in una scala da 0 a 100.

Nel 2013 l'autore ha pubblicato una revisione del suo lavoro aggiornato ai valori per l'anno 2012. Il numero di fondi da lui considerati nel 2012 sono in totale 58 fondi, 49 SWFs e 9 SWFs Pension appartenenti a 52 paesi diversi.

La media dei valori del "Truman Scoreboard" è 59, considerando sia SWFs e non-pension funds. Il valore è deviato dalla presenza nel calcolo dei fondi pensione. Infatti la media per gli SWFs è 54, mentre per i soli fondi pensione è 89.

Il SWFs con il punteggio più alto è il Government Pension Fund-Global. Rispetto all'analisi sulla trasparenza pubblicata dallo stesso Truman nel 2008, molti fondi hanno migliorato i valori dell'indice nel periodo 2007-2012, come l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) e il Government of Singapore Investment Corporation, i fondi Korea Investment Corporation, Mubadala Development Company, China Investment Corporation, e International Petroleum Investment Company.

Linaburg-Maduell Transparency Index

Come detto in precedenza, accanto al "Truman Scoreboard" si affianca un'altra misura della trasparenza dei SWFs: il Linaburg-Maduell Transparency Index, sviluppato dai due ricercatori Carl Linaburg e Michael Maduell per conto del Sovereign Wealth Fund Institute.

L'indice è composto da 10 punti, ad ognuno dei quali viene assegnato un più 1 se il fondo in questione fa information disclosure sullo specifico punto analizzato, è possibile attribuire anche frazioni di punto, se il fondo rispetta solo parzialmente la disclosure. Il massimo ottenibile è 10 e secondo questa misurazione si considera un fondo trasparente se ad esso corrisponde un LM maggiore o uguale ad 8.

Score	Information disclosure
+1	Fund provides history including reason for creation, origins of wealth, and government ownership structure
+1	Fund provides up-to-date independently audited annual reports
+1	Fund provides ownership percentage of company holdings, and geographic locations of holdings
+1	Fund provides total portfolio market value, returns, and management compensation
+1	Fund provides guidelines in reference to ethical standards, investment policies, and enforcer of guidelines
+1	Fund provides clear strategies and objectives
+1	If applicable, the fund clearly identifies subsidiaries and contact information
+1	If applicable, the fund identifies external managers
+1	Fund manages its own web site
+1	Fund provides main office location address and contact information such as telephone and fax

Tabella 1.1 i dieci punti per la costruzione del LM-Index

Rispetto allo *scoreboard* di Truman, l'indice LM è focalizzato esclusivamente sulla trasparenza, il calcolo è più semplice ed immediato; inoltre, analizza un più ampio spettro di SWF (questo dovuto anche ai diversi criteri in base ai quali Truman e il SWF Institute giudicano un fondo per definirlo un SWFs).

Tuttavia il LM Index può peccare di superficialità, infatti alcuni punti che assegnano la misura di trasparenza sono piuttosto deboli; lo stesso Truman critica proprio questo aspetto del LM Index, smontandone alcuni punti, considerati troppo superficiali (come per esempio "Fund manages its own website").

L'analisi sulla trasparenza di Truman, è invece più approfondita e completa, e analizza molteplici aspetti. Tuttavia il LM ha il pregio di essere calcolato con una frequenza molto superiore, infatti Truman ha pubblicato il valore del proprio indice per il 2007 e per il 2012, il LM Index viene ricalcolato per ciascun fondo ogni tre mesi a partire dal 2008.

Nella tabella seguente è possibile confrontare l'indice di Truman con il LM Index.

Country	Fund	2012 SWF scoreboard	Linaburg-Maduell Index
Norway	Government Pension Fund-Global	98	10
New Zealand	Superannuation Fund (PR)	94	10
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	91	10
United States	Alaska Permanent Fund	91	10
Ireland	National Pensions Reserve Fund (PR)	90	10
Australia	Future Fund (PR)	89	10
United States	Wyoming Permanent Mineral Trust Fund	89	9
Azerbaijan	State Oil Fund	88	10
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	86	9
Chile	Pension Reserve Fund (PR)	85	10
Timor-Leste	Petroleum Fund	85	8
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	83	8
United States	New Mexico Severance Tax Permanent Fund	79	9
Singapore	Temasek Holdings	76	10
Kuwait	Kuwait Investment Authority	73	6
Kazakhstan	National Fund	71	8
Hong Kong	Exchange Fund	70	8
Korea	Korea Investment Corporation	69	9
United States	Alabama Trust Fund	67	n.a.
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	66	6
United Arab Emirates	Mubadala Development Company	65	10
China	China Investment Corporation	64	7
Malaysia	Khazanah Nasional	59	5
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority	58	5
Botswana	Pula Fund	56	6
United Arab Emirates	Dubai International Capital	55	n.a.
Russia	National Welfare Fund and Reserve Fund	53	5
Sao Tomé & Príncipe	National Oil Account	48	n.a.
Ghana	Petroleum Funds	47	n.a.
United Arab Emirates	International Petroleum Investment Company	46	9
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	44	n.a.

Iran	National Development Fund	41	5
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	39	9
Vietnam	State Capital Investment Corporation	38	4
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	35	1
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	30	9
Algeria	Revenue Regulation Fund	29	1
Venezuela	National Development Fund	29	n.a.
Oman	State General Reserve Fund	27	4
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	27	1
Brunei	Brunei Investment Agency	21	1
United Arab Emirates	Investment Corporation of Dubai	21	4
Nigeria	Sovereign Investment Authority	18	n.a.
Sudan/South Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	18	n.a.
Qatar	Qatar Investment Authority	17	5
United Arab Emirates	Istithmar World	17	n.a.
Angola	Fundo Soberano de Angola	15	n.a.
Libya	Libyan Investment Authority	6	1
Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	2	n.a.

n.a. = score not available for this index.

Note: PR denotes a pension reserve fund.

Sources: Appendix B and Revenue Watch Institute (2013), Sovereign Wealth Fund Institute (2013), and Transparency International (2012).

*Tabella 1.2 2012 Truman SWF Scoreboard e altri indici di trasparenza, tra cui il L-M Index.
Fonte: Truman (2013)*

2 Impatto dei Sovereign Wealth Funds sulle imprese target

Il principale strumento con cui i SWFs possono impattare sulle performance di un'impresa è attraverso il loro contributo nel miglioramento della *corporate governance*. Per quanto riguarda i fondi sovrani uno studio simile non è stato ancora sviluppato, ma è possibile rifarsi alla letteratura esistente sui grandi investitori istituzionali. In particolare esistono due teorie contrastanti circa l'impatto dei "*large institutional shareholder*". Shleifer e Vishny (1997) spiegano che i grandi *shareholder* migliorano le azioni di monitoring nei confronti dei manager e dei piccoli azionisti, riducendo il fenomeno del free riding²³ di questi ultimi ma allo stesso tempo possono portare costi di agenzia, poiché hanno incentivi ad espropriare la ricchezza di piccoli *shareholder* e creditori; infatti essendo investitori poco diversificati, potrebbero spingere l'impresa ad adottare una strategia conservativa, riducendone il rischio quando non necessario, e quindi allo stesso tempo, riducendone i rendimenti²⁴. I *large shareholder* portano problemi di agenzia, forzando l'impresa ad agire nei propri interessi, trascurando e ostacolando quelli degli altri stakeholder.

Tutto ciò vale se si dimostra che i SWFs sono investitori attivi nella *governance*, una volta appurato tale fatto deve poi essere valutato quale dei due effetti prevale.

Una tipologia di fondi che svolgono un ruolo attivo nella *governance* e nella gestione operativa delle imprese in cui investono sono i fondi di private equity che acquistano partecipazioni in imprese, solitamente non quotate, e che hanno l'obiettivo di maturare

²³ Fenomeno che si verifica quando gli agenti sono numerosi e ritengono sostanzialmente irrilevante il proprio contributo individuale; ciò provoca una discontinuità tra razionalità individuale e collettiva: ciò che sembra apparentemente ottimo individualmente, si traduce ex-post in una decisione collettiva inefficiente. Per approfondimenti si veda Wicksel (1986).

²⁴ Demstet e Lhen (1985)

una plusvalenza, nel medio-lungo periodo creando valore nell'impresa target; per raggiungere i propri obiettivi questi fondi partecipano attivamente nella gestione dell'impresa, e svolgono un'attenta attività di *governance*.

I SWFs inoltre potrebbero avere comportamenti simili agli hedge funds. Questa tipologia di fondi d'investimento crea valore per gli azionisti, in particolare quando rilevano imprese con performance negative, intervenendo successivamente sul management per modificare la gestione dell'impresa stessa.

I SWFs potrebbero, in caso adottassero un comportamento attivo una volta entrati nell'azionariato di un'impresa, agire come queste due tipologie di investitori appena descritte.

Nel caso in cui i SWFs si comportino da investitori passivi potrebbero invece non essere dissimili da altre categorie di fondi istituzionali. Infatti gli investitori istituzionali tendono a selezionare per i loro investimenti imprese di grandi dimensioni, con problemi di liquidità e in difficoltà finanziaria²⁵.

Un altro aspetto fondamentale da considerare nel valutare l'impatto che i SWFs possono esercitare sulle performance delle imprese in cui investono è la natura governativa che li contraddistingue. Come da definizione i SWFs sono organismi governativi, ed in quanto tali non si può valutare l'impatto che esercitano sulla performance delle imprese in cui investono, prescindendo dall'aspetto legato all'ownership del governo e ciò che essa comporta.

In generale, *l'ownership* governativa, è stata ampiamente studiata in letteratura. Lo stato, a differenza di un investitore privato, entra nell'azionariato di un'impresa per diversi motivi, per influenzare l'impresa a perseguire obiettivi socialmente desiderabili, come ad esempio l'incremento o il mantenimento del livello di occupazione, la fornitura di servizi ritenuti fondamentali, redistribuzione della ricchezza, favorire gli investimenti domestici, il perseguimento di obiettivi politici e per incrementare le entrate ufficiali dello Stato stesso (Shleifer, 1998). Nelle imprese domestiche lo Stato può esercitare un'influenza molto forte, molto più di altri investitori privati.

La presenza più o meno estesa dello stato nelle imprese è legata anche ai periodi storico-economici in cui ci si trova. Dopo la seconda guerra mondiale in Europa, molte imprese sono state rese pubbliche, e molte sono state fondate in quel periodo, dallo Stato per la fase di ricostruzione. Nei paesi occidentali, fino agli anni '70 lo stato è stato visto come il

²⁵ Whalal (1996) e Karpoff (1996)

solo in grado di operare correttamente all'interno di alcuni settori rilevanti e strategici per l'economia domestica come la difesa, i trasporti, le utilities, servizi postali.

Nei paesi emergenti invece la presenza dello stato nelle imprese è da ricondursi a diverse motivazioni: lo Stato era il solo in grado di effettuare investimenti strutturali per la crescita del paese con un orizzonte di lungo periodo.

Dopo gli anni '80 però sia nei paesi Occidentali, che negli emergenti è stato molto forte il processo di privatizzazione. La recente crisi finanziaria ha portato però ad una inversione di tendenza, con un ritorno alla nazionalizzazione di alcune imprese strategiche in difficoltà.

Diversi studi (Boubakri e Cosset (1998), Chen, Chen, Shipper, Xu, Xue, (2012), Lin e Bo (2012)) hanno riscontrato che la presenza dello Stato nelle imprese domestiche, nelle quali esso può esercitare un potere molto forte, è associata ad un basso valore di mercato dell'impresa.

D'altra parte può anche avere un effetto positivo, in termini di redistribuzione della ricchezza, in quanto esso può adottare una ottica volta al miglioramento del benessere sociale.

Come detto sopra, l'influenza dell'*ownership* governativa in un'impresa domestica può essere anche molto forte, tuttavia è molto diverso laddove lo stato investe in imprese *cross border* nelle quali l'esercizio del proprio potere in quanto azionista non è così scontato.

Come ampiamente spiegato nel capitolo relativo alla definizione e tassonomia dei fondi sovrani, i SWFs sono caratterizzati dal fatto che investono in maniera preponderante le loro risorse oltre i propri confini nazionali. Quindi il loro intervento nell'azionariato di un'impresa può essere completamente diverso rispetto a quello che hanno in un'impresa nazionale.

Ora si procederà con una rassegna dei principali studi e ricerche sull'impatto che i SWFs hanno sulle performance delle imprese in cui investono, che si riferiscono agli aspetti visti nel paragrafo precedente.

Una prima serie di studi si focalizza sull'impatto dei SWFs sul valore di mercato dell'impresa, in particolare misurando la reazione del mercato al momento dell'annuncio dell'acquisizione, e l'andamento azionario della quotazione nel breve-medio periodo.

Per quanto riguarda l'effetto annuncio derivante dall'ingresso dei fondi sovrani nel

capitale dell'impresa si analizza la presenza di un extra-rendimento associato all'ingresso dei SWFs nel capitale di un'impresa quotata, nell'intorno temporale dell'annuncio dell'investimento (*abnormal stock returns*).

La presenza di un extra-rendimento significativo potrebbe indicare che il mercato reagisce positivamente all'investimento, principalmente per due motivi:

- l'esercizio del *monitoring* da parte del SWF che effettua l'acquisizione della quota (il cui effetto è stato brevemente spiegato nel paragrafo precedente); il fondo è tanto più incentivato ad esercitare il monitoring quanto più la quota acquisita è rilevante. L'efficace azione di monitoring aumenterebbe le performance operative dell'impresa, massimizzandone il valore per gli azionisti, ciò è tanto più vero quanto più la quota acquisita è rilevante (i SWFs sono più incentivati ad essere attivi, in ragione della dimensione della partecipazione)
- In secondo luogo il mercato avrebbe una reazione positiva all'annuncio in funzione del fatto che l'impresa oggetto dell'acquisizione si trova in una situazione di dissesto finanziario, e necessita di reperire il prima possibile nuovo capitale di rischio (come effettivamente è successo per il settore bancario durante la crisi finanziaria del 2008-2009).

Diversi studi hanno verificato empiricamente una reazione positiva del mercato nel breve periodo. Nel giorno dell'annuncio dell'acquisizione, l'extra-rendimento misurato da Bortolotti et al. (2008) è pari a +1,18%, +1% per Knill et al. (2009) e un 1,94% secondo Kotter e Lel (2008).

Altri studi hanno esteso l'orizzonte temporale trovando risultati analoghi, che confermano la reazione positiva del mercato all'annuncio.²⁶

Un ulteriore sforzo di analisi si è sviluppato nel cercare di comprendere l'impatto sulle performance nel medio-lungo termine e indagando l'impatto sulle performance non solo finanziarie ma anche operative, valutando l'influenza dei SWFs nella *governance*

²⁶ Considerando un intervallo temporale di tre giorni [-1;+1], Bortolotti et al. (2009) hanno dimostrato un *extra-rendimento* medio pari a +0,9%, Dewenter et al. (2009) +1,5%; Kotter e Lel (2008) sono giunti ad un +2,15%. Se si allargano ulteriormente le finestre temporali non si modificano i risultati ottenuti: Sun e Hesse (2009) hanno considerato intervalli temporali pari a [-2;+2] e [-3;+3] e il *cumulative abnormal return* misurato è stato rispettivamente pari a +0,77% e +0,96%; Chhaochharia e Laeven (2008) per intervalli temporali pari a [-10;+2] e [-20;+10], hanno verificato un *cumulative abnormal return* pari a +1,57% e +0,90%.

dell'impresa e l'efficacia delle azioni di *monitoring* eventualmente esercitate. Ciò si collega strettamente al ruolo di investitori attivi o passivi degli SWFs una volta che questi entrano come azionisti nell'impresa, questo argomento è stato oggetto anch'esso di alcuni studi. Un'ultimo filone di ricerche studia l'impatto degli investimenti dei SWFs sulla valutazione del valore dell'impresa target, il *credit risk* e la *stock return volatility*.

Qui di seguito si procederà ad una rassegna di diversi studi e ricerche che hanno approfondito da diverse angolature questi argomenti.

Chhaochharia e Laeven (2008) hanno fornito un significativo contributo alla letteratura implementando uno studio su un campione contenente 260 osservazioni relative ad altrettanti investimenti, con le relative quote acquisite dai SWFs. Il loro obiettivo è quello di capire se effettivamente i fondi sovrani agiscano sulla governance dell'impresa target. Nel lavoro di ricerca i due autori effettuano un *event-study* con l'obiettivo di valutare le reazioni del mercato sia nel breve che nel lungo periodo, procedendo poi con lo sviluppo di un modello di regressione multivariata con l'obiettivo di indagare sui *cumulated abnormal return* associati agli investimenti degli SWF.

I risultati a cui giungono i due autori riguardo le reazioni del mercato nel breve periodo (finestra temporale che si estende da 10 giorni prima a 10 giorni dopo l'annuncio) mostrano che il conseguimento di extra-rendimenti positivi successivi all'ingresso dei SWFs è maggiore nelle imprese cosiddette *distressed*, le quali incontrano difficoltà nel raccogliere nuovo capitale di rischio (si pensi agli interventi effettuati dai fondi sovrani in ottica di ricapitalizzazione delle banche dei Paesi OECD, le quali avevano difficoltà ad effettuare aumenti di capitale durante la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*). Questi risultati riflettono due tipi di aspettative del mercato: la prima riguarda la futura azione di *monitoring* svolta dai SWFs nei confronti del management, la seconda si riferisce alla possibilità che i fondi risolvano finanziariamente l'impresa, che può essere riscontrata attraverso un miglioramento delle performance operative e finanziarie dell'impresa, nel medio-lungo termine.

Queste due aspettative sembrano essere disattese nel medio-lungo periodo: gli autori concludono con la constatazione che le performance di medio-lungo termine sembrano essere piuttosto scarse. Analizzando le performance ad 1, 3 e 5 anni dall'investimento si trovano ritorni negativi o non significativamente diversi da zero. Ciò può essere dovuto a contrasti tra i SWFs il management e gli altri shareholders, indice di una cattiva corporate *governance*, oltre che a scelte di allocazione del portafoglio non efficienti. Fernandes

(2009) apporta il suo contributo nella letteratura concernente i SWFs studiando l'impatto degli stessi sulle performance operative dell'impresa. Egli costruisce uno dei più grandi dataset di osservazioni sugli investimenti degli SWFs, partendo dai dati disponibili del database del Sovereign Wealth Funds Institute, integrandolo con report spontanei degli stessi SWFs e con il database Factiva. Tutti i dati relativi alle performance operative e finanziarie sono state tratte da Worldscope Datastream²⁷. L'autore considera tutte le imprese quotate presenti nel database tra 2000 e 2007, verificando quante siano state oggetto di investimento di un SWF (circa 8000). Egli esegue una regressione multivariata, mostrando che gli investimenti dei fondi sovrani hanno un effetto positivo sia sul valore d'impresa che sulle performance operative, contribuendo quindi a creare valore nel lungo periodo, contrariamente ad altri studi simili che invece sostengono che gli SWFs espropriano i diritti degli altri azionisti e che perseguono obiettivi politici. In particolare utilizza una proxy del valore d'impresa, la Q di Tobin e parla di un "Sovereign Wealth Fund Premium": il fondo, presente nell'azionariato avrebbe un effetto positivo quantificabile al 15%.

Secondo l'autore, l'effetto positivo non sarebbe dovuto solo all'abilità di *stock-picking* dei SWFs ma anche ad una capacità di agire sulle performance operative, incrementandole. I SWFs che possiedono pacchetti azionari sopra l'1%, incrementano ROE, ROA e margine operativo lordo dopo la loro entrata nell'azionariato. Inoltre queste imprese mostrano performance migliori rispetto ai propri *peers*. Indice che si comportino più come investitori privati che come organismi di emanazione governativa.

Imprese in cui i fondi detengono quote superiori all'1%, infatti, incrementano i propri ROE, ROA e margine operativo in seguito al loro ingresso e presentano performance migliori rispetto ai propri *peers*, a conferma del fatto che i SWFs si comportino come investitori privati, nonostante il loro innegabile legame con il governo di origine.

Inoltre il lavoro di Fernandes evidenzia come le imprese preferite siano quelle che presentano buone performance operative e finanziariamente stabili (non in situazioni *distressed*). Questo risultato è in contrasto con precedenti studi sull'argomento, che invece affermano che le imprese in cui i SWFs preferiscono investire sono in quelle *distressed*. In realtà è possibile che entrambe le ipotesi siano valide da un punto di vista teorico: un'impresa con buone performance rappresenta un buon investimento per un

²⁷ Database della famiglia Thomson Reuters, utilizzato agli stessi scopi per lo sviluppo del presente lavoro

investitore istituzionale, il quale deve allocare i propri *assets* in base a vincoli stringenti da un punto di vista del rischio. Tuttavia l'opinione pubblica e gli *shareholder* esistenti potrebbero accettare con più benevolenza un investimento di un SWFs se l'impresa target si trova in una situazione di dissesto finanziario e quindi spingere i fondi stessi ad investire in esse poiché più facili da acquisire.

Bortolotti Fotak (2009) propongono uno studio che si basa su un dataset contenente 235 transazioni. I due autori evidenziano una tendenza dei SWFs ad investire in imprese in difficoltà. Gli *abnormal return* al momento dell'annuncio sono significativamente positivi, avvallando i risultati ottenuti da altri autori che hanno svolto analisi simili. Le ipotesi circa la reazione positiva del mercato sono legate, come spiegato in precedenza, al fatto che i SWFs apportano nuovo capitale di rischio nelle imprese in difficoltà, e all'aspettativa di una funzione di *monitoring* e partecipazione attiva alla gestione dell'impresa.

Le performance di medio-lungo periodo, in accordo ai risultati riscontrati nello studio di Chhaochharia e Leaven (2008), però non risultano positive: i due autori riscontrano perdite del 5,98% nei primi sei mesi dopo l'investimento, del 10,23% su un orizzonte temporale annuale, e del 15,49% nei due anni successivi all'ingresso del fondo.

Il contributo più significativo di questo studio riguarda l'approfondimento sviluppato, con lo scopo di comprendere le ragioni di questo andamento (positivo nel breve, negativo nel medio-lungo termine). I due autori hanno sviluppato un'analisi *cross-section* nella quale regrediscono gli *abnormal return* rispetto a diverse variabili esplicative che riguardano le caratteristiche dell'impresa, del fondo e dell'investimento. Essi dimostrano che le reazioni del mercato non sono solo legate ad effetto liquidità che i SWFs possono esercitare nelle target, ma anche al ruolo attivo che questi possono avere nella gestione dell'impresa. I risultati conseguiti dall'analisi portano a concludere che: nelle imprese in cui la quota di capitale sociale detenuta dai SWFs è più elevata, i rendimenti risultano essere maggiormente negativi, ciò sarebbe coerente con una probabile espropriazione dei flussi di cassa a danno degli azionisti di minoranza (come ipotizzato da Shleifer e Vishny (1986)), che quindi dimostrano come gli SWFs siano portatori di costi di agenzia; nelle imprese finanziarie, i rendimenti sono negativi a causa di una scarsa abilità di *stock picking* da parte dei SWFs (visto che sembrano investire maggiormente in questo settore) o, in alternativa, a causa del perseguimento di obiettivi differenti dalla massimizzazione del profilo di rischio-rendimento.

Knill et al. (2009), in accordo con la teoria, sostengono che un investimento effettuato da un grande investitore o da un investitore istituzionale dovrebbe avere un effetto positivo sulle performance dell'impresa in funzione di un'azione di una possibile azione di monitoring svolta dagli SWFs, e dall'entrata nell'azionariato di un'investitore economicamente solido; inoltre il livello di rischio intrinseco dell'impresa dovrebbe ridursi per gli stessi motivi.

I due autori hanno collezionato 232 osservazioni relative ad investimenti fatti da SWFs, attraverso la scansione dei report pubblicati dagli stessi fondi e di articoli di giornale contenuti nel database LexisNexis, e l'utilizzo del database Securities Data Corporation Platinum per incrementare il numero di transazioni catturate. La metodologia di analisi utilizzata consiste in un *event-study* con l'obiettivo di misurare gli effettivi miglioramenti nelle performance. Per misurare l'impatto sul *return-to-risk* è stato utilizzato lo Sharpe Ratio e l'Appraisal Ratio (Brown et al. (2008).

I risultati ottenuti rilevano una reazione positiva immediatamente dopo l'ingresso del fondo, che è però seguita da un declino dei ritorni della target ma anche del rischio, nella sua componente idiosictrica; la riduzione è maggiore quanto più viene esteso l'orizzonte temporale.

I due autori motivano questi risultati in ragione dell'asimmetria informativa a discapito degli SWFs. Gli autori sottolineano, attraverso un ulteriore test, che i SWFs sono caratterizzati da uno scarso dominio informativo, ed il test (test di causalità di Granger) mostra come i SWFs siano meno informati rispetto al mercato e agiscono perseguendo obiettivi non finanziari.

Viene utilizzato poi un modello auto-regressivo per valutare l'impatto sul *return-to-risk*, dimostrando che la riduzione dei ritorni non viene compensata da una riduzione del rischio.

La somma di questi effetti è negativa: i SWFs quindi avrebbero un impatto negativo sulle performance delle target. Un risultato controverso è emerso da questo studio: le imprese partecipate da SWFs meno trasparenti conseguono rendimenti negativi di minore entità, rispetto alle imprese partecipate da fondi trasparenti, quindi l'effetto negativo è maggiore quanto più la transazione è oggetto di attenzione da parte dei media.

Dewenter et al. 2009 studiano gli effetti degli investimenti dei SWF nelle imprese target. La loro analisi è, rispetto ad altri lavori, molto più ampia ed indaga diversi aspetti degli effetti degli investimenti dei SWFs.

Analizzano l'impatto di breve e lungo periodo sull'impresa target, utilizzando un campione di 227 acquisti e 47 vendite di azioni da parte dei Fondi Sovrani, tra il Gennaio 1987 e l'Aprile 2008. L'intento del lavoro di ricerca è molteplice: dopo un'analisi sugli effetti di breve periodo, gli autori indagano l'esistenza di un trade-off tra il *monitoring* dei SWFs e i costi di agenzia ad essi connessi, ed infine verificano il ruolo dei SWF nella gestione delle imprese investite.

Nella prima parte del lavoro, in accordo con risultati simili di altri autori, si conclude che l'annuncio di un investimento in un'impresa da parte di un fondo sovrano coincide con un aumento significativo del valore dell'impresa; specularmente la dismissione di quote di un'impresa da parte di un fondo sovrano invece incide negativamente sulle performance della stessa.

Successivamente gli autori individuano una relazione non monotona tra gli effetti dell'annuncio dell'investimento (o disinvestimento) e la dimensione della transazione: l'*abnormal return* dovrebbe subire un incremento all'atto dell'acquisto delle azioni da parte di un SWF, raggiungere un massimo e quindi diminuire. Questo si spiega con il trade-off esistente tra l'aumento del *monitoring*, di cui i SWF sono portatori, e la potenziale espropriazione del controllo ai danni degli azionisti di minoranza. Questi risultati portano a concludere che gli SWFs esercitano un *monitoring* attivo nella gestione dell'impresa. Questo si rivela vero anche nel lungo periodo; gli autori evidenziano come in più della metà degli investimenti siano presenti eventi che mostrano il ruolo di *monitoring* attivo dei SWFs (ad esempio: *Monitoring Activities*, *Network Transaction*, *Government Actions*).

Solji e Tham (2011) studiano gli effetti nel breve e nel lungo periodo degli investimenti degli SWFs costruendo un campione che raccoglie gli investimenti effettuati da 66 fondi sovrani in imprese americane quotate, che possiedono una quota superiore al 5% nell'impresa, tra il 1997 e il 2008, comparandoli con un campione simile di investimenti effettuati da investitori istituzionali statunitensi.

Essi mostrano come in questi investimenti, nei quali i SWFs si comportano in modo attivo nella gestione dell'impresa, si registrino ritorni positivi sia nel breve che nel lungo periodo.

Questo effetto positivo si evidenzia analizzando il grado di internazionalizzazione e la Q di Tobin dell'impresa target nei due anni successivi all'investimento: il primo aumenta del 56%, la seconda sale del 38% rispetto alla media del settore. Questi risultati possono

essere interpretati come un indice del fatto che i fondi sovrani possono offrire alle imprese straniere l'accesso ai mercati locali (a differenza ad esempio di altri investitori quali gli *hedge funds*). In particolare si registra un aumento delle esportazioni e del numero di trattative commerciali tra le imprese e i governi, che spiegano quindi l'incremento dei due indicatori considerati. In base a tali evidenze empiriche non è possibile affermare con certezza che i SWFs esercitino una gestione migliore dell'impresa rispetto ad altre tipologie di investitori, tuttavia si può ipotizzare che essi possano essere in grado di creare valore tramite l'apertura di nuove possibilità di investimento per l'impresa a cui, prima dell'ingresso del fondo nell'azionariato, essa non aveva accesso. Inoltre gli autori riscontrano che uno dei fattori che spinge i SWFs ad effettuare investimenti *cross-border* è la possibilità di trasferire know-how tecnologico nei propri paesi di origine; uno dei settori in cui i SWFs investono maggiormente negli U.S.A. è proprio quello IT & Telecom.

Kotter e LeI (2011) nel loro lavoro esaminano gli effetti degli investimenti dei SWFs nel breve e nel lungo periodo, e l'effetto che l'investimento ha sulle performance dell'impresa. Utilizzano un campione di 417 investimenti di SWFs in imprese quotate tra il 1980 e Febbraio 2009.

I risultati ottenuti sottolineano come i SWF tendano a preferire imprese grandi, con performance basse e che si trovano in difficoltà finanziarie. Gli autori trovano che il ritorno iniziale, dopo l'investimento, è positivo (+2.25%), ed è più alto nei fondi che hanno un grado maggiore di trasparenza. La media dei ritorni delle azioni, post investimento del fondo, nel lungo periodo tendono ad essere positivi ma non in modo significativo (a 3 anni). Lo studio si conclude con la considerazione che i SWFs sono in generale, investitori di tipo passivo.

Bortolotti, Fotak, Meggison e Miracky (2010) mirano a valutare non solo l'impatto degli investimenti degli SWFs sulle imprese target, ma valutano anche il ruolo che gli stessi giocano nella *corporate governance* dell'impresa.

Gli autori svolgono nello studio un *event-study* di breve termine, un *event-study* di lungo termine ed una regressione multivariata utilizzando come variabile dipendente i *cumulated abnormal return* trovati negli *event-study*. Il dataset che viene utilizzato nello studio comprende quello del FEEM-Monitor Group²⁸, con l'aggiunta di transazioni raccolte dagli autori stessi mediante altre modalità di raccolta. Il campione contiene 802

²⁸ Oggi il centro di ricerca specializzato sui SWFs si chiama Centro Baffi (ex-FEEM).

investimenti in imprese quotate.

Per quanto riguarda il valore di mercato dell'impresa si trovano risultati analoghi a quelli esistenti in altri studi, il prezzo delle azioni tende ad avere ritorni positivi in prossimità dell'investimento, e risulta negativo nel medio-lungo periodo.

Il valore aggiunto di questo studio, utile anche per l'analisi svolta nel presente lavoro, è rappresentato dai risultati ottenuti dall'analisi *cross-sectional*: trovano che il livello di attivismo dei SWFs nella *governance*, il posizionamento delle imprese target in paesi OECD (e in generale in imprese *cross-border*) e la presenza di rappresentanti del fondo sovrano all'interno del *board of directors*, hanno un effetto negativo sulle performance di lungo periodo. Inoltre i ritorni di lungo periodo sono correlati negativamente con la dimensione della quota acquisita e con la dimensione della target.

Gharamani (2013) fornisce uno studio fra i più importanti tra quelli che indagano sullo shareholder activism dei SWFs. Molti studi considerano i SWFs dei large shareholder, che svolgono tendenzialmente un ruolo passivo nella governance d'impresa. È possibile che la mancanza di attivismo da parte dei fondi sovrani sia dovuta anche alle pressioni a cui sono sottoposti da parte dei governi dei paesi in cui vanno ad investire.

Lo studio mira quindi a determinare il grado di attivismo dei fondi sovrani. A questo proposito viene utilizzato il modello di Ryan-Schneider, sviluppato in origine per predire l'attivismo degli investitori istituzionali: esso individua dodici variabili che determinano l'attivismo degli investitori istituzionali (ad esempio: dimensione del fondo, orizzonte temporale di investimento). Gharamani conclude che i SWFs sono tendenzialmente degli investitori attivi, risultato in controtendenza rispetto alla maggior parte degli altri studi sull'argomento, in funzione della loro dimensione e dell'orizzonte d'investimento adottato. Lo shareholder activism è più probabile nei SWFs che possiedono un portafoglio in gran parte costituito da azioni, che replica del tutto, o in parte, gli indici di mercato, e che è gestito preferibilmente da manager non esterni al fondo.

Rose (2013) studiando il ruolo nella governance dei SWFs nelle imprese U.S., descrive come essi tendano ad essere non coinvolti in essa, soprattutto in ragione dell'imponente reazione regolatoria loro imposta, e dell'opposizione dell'opinione pubblica nei confronti dei loro investimenti. Egli ipotizza che questo atteggiamento passivo potrebbe avere un impatto negativo sul valore d'impresa poichè questa tipologia di azionisti vanno a sostituirne altri che potrebbero essere maggiormente coinvolti ed esercitare un impatto positivo sulle performance dell'impresa.

3 Database

Si proseguirà ora con la descrizione della costruzione del database degli investimenti dei SWFs, nel paragrafo 3.1, e del database delle performance finanziarie e operative delle imprese target oggetto degli investimenti.

3.1 Database degli investimenti dei Sovereign Wealth Funds

La principale fonte utilizzata per la costruzione del database contenente le operazioni dei SWFs è stato il database proprietario *Zephyr* della società *Bureau Van Dijk*.

Zephyr è uno strumento informatico molto dettagliato e frequentemente aggiornato, che contiene transazioni M&A (*Merger and Acquisition*) a livello globale.

Attraverso *Zephyr* è stato possibile costruire un *pool* iniziale d'investimenti fatti dai SWFs in un determinato orizzonte temporale.

È stato necessario, per rendere il database più solido, integrare con informazioni tratte da altre fonti (ad esempio la consultazione dei Report annuali per il Government Pension Fund Global norvegese), in questo modo è stato possibile effettuare un controllo incrociato e verificare la validità delle transazioni registrate da *Zephyr*.

Successivamente, attraverso un altro database della famiglia BVD, *Orbis*, è stato possibile rintracciare alcune società controllate o interamente possedute dai SWFs considerati, è stato così possibile ricercare ulteriori transazioni effettuate dai SWFs attraverso le proprie controllate, nel database *Zephyr*.

Il risultato di questi passaggi ha portato alla costruzione del Database finale, contenente 1208 transazioni riguardanti 29 fondi, sia dirette che attraverso le società controllate, in una finestra temporale che si estende dal 1997 al 2014.

Per stilare una lista aggiornata di SWFs da considerare, sono state consultate principalmente due fonti: Truman (2008) e il Sovereign Wealth Fund Institute.

Lo scopo di questa prima fase del lavoro di ricerca è quello di costruire un database, per quanto possibile in relazione alle informazioni accessibili, completo ed esaustivo. È stato ritenuto opportuno quindi aggiungere ulteriori variabili a quelle estratte direttamente dal database *Zephyr*, in modo tale da disporre del maggior numero di informazioni circa le caratteristiche delle operazioni di investimento effettuate dai SWFs.

Questo passaggio risulta molto utile ai fini delle analisi successive, in quanto ha permesso di approfondire la conoscenza dei SWFs e dei loro investimenti.

Il database così costruito ha permesso di proseguire con un'analisi descrittiva del fenomeno, scandendo temporalmente il database in tre periodi aggregati, indagando le caratteristiche degli investimenti, in particolare in termini di distribuzione geografica e settoriale. Queste analisi si trovano nel capitolo paragrafo 3.2 del presente lavoro.

Modalità di costruzione del database degli investimenti

Lo strumento usato nella costruzione del database delle transazioni è, come precedentemente accennato, *Zephyr* della società BVD, la quale fornisce prodotti di business intelligence.

Nei database BVD sono pubblicate informazioni riguardanti diversi aspetti di corporate finance, operazioni di gestione ordinaria e straordinaria, operazioni strategiche. Inoltre fornisce informazioni riguardo moltissime società presenti in tutto il mondo, come rating, probabilità di default, struttura societaria, finanza aziendale, analisi di settore.²⁹

Il database *Zephyr* riporta le informazioni riguardo operazioni di IPO, M&A, Private Equity, Venture Capital, che avvengono in tutto il mondo. Il database viene aggiornato con frequenza giornaliera da un team internazionale, che inserisce le nuove informazioni attraverso una procedura standardizzata, queste nuove voci contengono molti dettagli riguardo le parti che hanno partecipato al deal in questione.

Abbiamo utilizzato inoltre un altro database della BVD, Orbis, il quale fornisce informazioni dettagliate su moltissime imprese a livello globale. Esso ha permesso di ottenere informazioni sulle società coinvolte nell'operazione; questo passaggio attraverso Orbis è risultato necessario poiché per diverse transazioni *Zephyr* non forniva

²⁹ <http://www.bvdinfo.com/it/Nit/products/economicNandNmNa/mNa/zephyr>

direttamente il nome del SWFs coinvolto, ma solo la società controllata attraverso la quale il fondo aveva agito. Orbis è stato utile proprio per ricondurre alla specifica transazione il SWFs che l'aveva effettuata, nel caso in cui questi non avesse agito direttamente ma tramite una propria controllata. Il vantaggio di utilizzare due database, Zephyr e Orbis, forniti da un'unica società, è la loro interconnessione. Infatti durante il lavoro di raccolta dei dati, è stato agevole e veloce passare da un database all'altro, in quanto essi si basano sulla stessa piattaforma web.

Il processo dettagliato di raccolta dati si è articolato nei seguenti passi:

1. Creazione di una lista di SWFs, in accordo con il lavoro di Truman (2008) e la lista riportata dal Sovereign Wealth Fund Institute³⁰: la scelta è ricaduta su queste due fonti in quanto ritenute autorevoli e coerenti fra loro, le date di creazione dei fondi coincidono e forniscono un più ampio insieme di informazioni; in altre fonti e in altri lavori sono state riscontrate delle incongruenze proprio riguardo le date di origine dei fondi;
2. Il passo successivo è stato utilizzare lo strumento di ricerca "Zephyr advanced" del database Zephyr: questo tool permette all'utente di effettuare la ricerca utilizzando diversi parametri (ad esempio: "Deal", "Company Name", "Deal Status", "Time Period", "Geography" etc.). Questo grado di accuratezza è essenziale per la qualità del processo di raccolta dati.
3. Per avere un insieme di informazioni il più ampio possibile, la voce "Time Period" è stata impostata da 01/01/1997 al 01/01/2014. Molti lavori di ricerca hanno raccolto un più ampio insieme di osservazioni, a partire dal 1980³¹. Zephyr invece contiene informazioni a partire dal 1997, per questo motivo la ricerca comincia a partire da questa data.
4. Seguendo la lista dei SWFs di Truman (2013) e del SWFI, nella voce "Company Name" abbiamo inserito il nome dei fondi. In questo punto della fase di raccolta si ricercano quelle transazioni in cui i fondi sono coinvolti attivamente (in modo diretto). In Zephyr è stato possibile rintracciare transazioni collegate a 29 fondi della lista, degli altri fondi non è stato possibile rintracciare nel database alcuna osservazione;

³⁰ <http://www.swfinstitute.org/fundNrankings/>

³¹ Kotter and Lel 2011

5. Allo scopo di costruire il più ampio dataset possibile, è stato deciso di non aggiungere vincoli ulteriori alla ricerca in Zephyr. Il tool di ricerca permette all'utente di articolare una strategia di ricerca complessa, facilitando la procedura, in quanto permette di creare autonomamente un nuovo vincolo ogni volta che una nuova variabile viene implementata. In questo caso la variabile "Time Period" è stata impostata come numero 1, mentre le variabili associate agli identificativi dei fondi (nomi) vanno da 2 a 30. Infine, si sono modificate le relazioni logiche tra le variabili di ricerca in questo modo

1 AND (2 OR 3 OR 4 ... OR 29 OR 30)

Questa stringa ha permesso di considerare tutti i deal presenti nell'intervallo temporale di interesse, in cui gli SWFs considerati hanno operato in qualità di acquirenti

6. Successivamente si è deciso di modificare la ricerca, in modo da ottenere un risultato più ampio, che contenesse una maggior quantità di informazioni. Per ottenere un dataset più completo è stato necessario aggiungere "a mano" altre variabili, create e implementate ad hoc per il database costruito:
- a. "SWF Parent Acquiror" riporta il nome del SWFs coinvolto nel deal, può contenere più di un nome, in quanto alcune transazioni ne coinvolgono più di uno;
 - b. "SWF World Region" riporta la regione geografica a cui il Fondo appartiene, in accordo con la il suo Codice Paese ISO;
 - c. "Many Investor Case (Y/N)" identifica il caso in cui ci sia più di un acquirente: se più di un acquirente ha partecipato al deal la variabile avrà il valore positivo ("Y"), nel caso in cui l'acquirente sia unico (impresa o fondo) il valore della variabile sarà negativo ("N");
 - d. "Via MO/WO Subsidiaries (Y/N)": è una variabile booleana, "Y" indica una partecipazione indiretta del fondo alla transazione, e che quindi ha operato tramite una controllata (Majority Owned o Wholly Owned), "N" indica un'acquisizione diretta;
 - e. "Cross Border (Y/N)" è anch'essa una variabile booleana, che indica se il codice Paese ISO della società target coincide con il codice ISO del fondo

sovrano;

- f. “World region” è una variabile che riporta l’area geografica in cui è inserita la target del deal, in accordo con il codice paese ISO.

Il risultato finale è un database organizzato in 33 colonne, che contengono le informazioni riassunte nella tabella seguente (le colonne contrassegnate da asterisco si riferiscono a quelle create ad hoc per il nuovo database creato, le altre si riferiscono a quelle già presenti nell’output fornito da Zephyr):

<i>Numero Colonna</i>	<i>Nome Variabile</i>	<i>Descrizione Variabile</i>	<i>Metrica</i>
<i>Colonna 1</i>	Deal Number	Codice unico di identificazione assegnato ad ogni transazione presente in Zephyr.	Numero
<i>Colonna 2</i>	Announced Date	Data di annuncio del Deal.	Data [dd/mm/yy]
<i>Colonna 3</i>	Expected Completion Date	Data in cui era atteso il completamento del deal, in assenza di una data dichiarata.	Data [dd/mm/yy]
<i>Colonna 4</i>	Assumed Completion Date	Data in cui si assume che il deal sia stato completato, in assenza di una conferma ufficiale. confirmation.	Data [dd/mm/yy]
<i>Colonna 5</i>	Completed Date	Data in cui il Deal è stato ufficialmente completato.	Data [dd/mm/yy]
<i>Colonna 6</i>	Acquiror Name	Nome dell’acquirente direttamente coinvolto nel deal.	Stringa di Testo
<i>Colonna 7</i>	Acquiror Country Code	Codice unico identificativo del paese di origine dell’acquiror, conforme allo standard ISO.	Stringa di Testo
<i>Colonna 8</i>	SWF Parent Acquiror*	Nome del SWF coinvolto nel deal. La creazione di questa variabile si è resa necessaria per identificare il fondo che effettua la transazione nel caso di joint venture o nel caso in cui questa transazione avvenisse tramite un’impresa sussidiaria.	Stringa di Testo
<i>Colonna 9</i>	SWF World Region*	Macro regione dalla quale il SWF coinvolto nel deal proviene. Questa variabile è stata costruita utilizzando il codice paese dello standard ISO.	Stringa di Testo
<i>Colonna 10</i>	Many Investors Case (Y/N)*	Questa variabile è stata costruita per segnalare il caso in cui più acquirenti agiscono attraverso una joint venture.	Variabile Booleana (Y/N)
<i>Colonna 11</i>	Via MO/WO Subsidiary (Y/N)*	Questa variabile mostra se il deal è stato eseguito attraverso una controllata del SWF.	Variabile Booleana (Y/N)
<i>Colonna 12</i>	Target Major Sector	Principale <i>industry</i> in cui la società target opera.	Stringa di Testo
<i>Colonna 13</i>	Target Name	Nome della società target.	Stringa di Testo

Colonna 14	Target Country Code	Codice unico di identificazione del paese della società target, conforme allo standard ISO.	Stringa di Testo
Colonna 15	Cross Border (Y/N)*	Questa variabile è stata costruita per segnalare una transazione “cross border”. La variabile assume valore position se “Acquiror Country Code” differisce da “Target Country Code”	Variabile Booleana (Y/N)
Colonna 16	World Region*	World region nella quale la società target coinvolta nel deal è localizzata. La variabile è stata costruita utilizzando il codice paese ISO, in maniera coerente con le definizioni di macro regioni a livello globale più utilizzate.	Stringa di Testo
Colonna 17	Deal Type	Tipologia di Deal (Acquisition, Institutional Buy-Out, Minority Stake, Share Buy-Back) e quota acquisita	Stringa di Testo
Colonna 18	Initial Stake (%)	Quota detenuta dall’Acquiror nella target prima del Deal.	Percentuale
Colonna 19	Acquired Stake (%)	Quota acquisita con il deal.	Percentuale
Colonna 20	Final Stake (%)	Somma di “Initial Stake” e “Acquired Stake”.	Percentuale
Colonna 21	Deal Status	Stato del Deal: completed, completed assumed, rumour, rumour-expired, rumour-withdrawn.	Stringa di Testo
Colonna 22	Deal Value [th €]	Valore della transazione.	Valore espresso in migliaia di euro
Colonna 23	Deal Headline	Breve descrizione del deal.	Stringa di Testo
Colonna 24	Deal Method of Payment	Mezzo di pagamento con il quale il deal è stato portato a termine (cash, converted debt, debt assumed, earn-out, others).	Stringa di Testo
Colonna 25	Target Advisor Name - Brokers	Nome del/degli Advisor dell’impresa target.	Stringa di Testo
Colonna 26	Target Advisor Name – Financial Advisors	Nome del financial Advisor dell’impresa target.	Stringa di Testo
Colonna 27	Target Advisor Name – Law Firm	Nome della società legale che ha assistito l’impresa target.	Stringa di Testo
Colonna 28	Target Advisor Name – Lead Managers	Nome del Lead Manager/s che ha assistito l’impresa target.	Stringa di Testo
Colonna 29	Acquiror Advisor Name – Accountant	Proper name/s of accountant firm/s assisting the acquiror firm throughout the deal.	Stringa di Testo
Colonna 30	Acquiror Advisor Name – Financial Advisors	Proper name/s of financial advisor/s assisting the acquiror firm throughout the deal.	Stringa di Testo
Colonna 31	Acquiror Advisor Name – Financial PR	Proper name/s of accountant firm/s assisting the acquiror firm throughout the deal.	Stringa di Testo
Colonna 32	Acquiror Advisor Name – Law Firm	Proper name/s of law firm/s assisting the acquiror firm throughout the deal.	Stringa di Testo
Colonna 33	Acquiror Advisor Name – Venture Capital/Private Equity	Nome della società Venture Capital o Private Equity che co-investe con l’Acquiror	Stringa di Testo

Tabella 3.1 Struttura del database degli investimenti dei SWFs

7. Nel particolare caso in cui il deal sia eseguito attraverso una joint venture tra più investitori, è stato necessario indagare riguardo il singolo investimento nel database Zephyr, per rintracciare il SWF coinvolto nella transazione (in questo caso, il valore della variabile “Aquiror Name”) può essere differente dalla variabile “SWF Parent Acquiror” e la cella “Many Investor Case” in questo caso conterrà il valore “Y”);
8. Si è stati in grado attraverso Orbis di ottenere una lista dettagliata di tutte le società conosciute come controllate dai SWFs: la ricerca delle transazioni relative agli SWFs è stata quindi ripetuta includendo tutte le controllate presenti nella lista ottenuta (quindi in caso di transazione effettuata attraverso una controllata la colonna “Aquiror Name” risulterà diversa dal valore contenuto nella colonna “SWF Parent Acquiror”, e la cella corrispondente nella colonna “Via MO/WO Subsidiaries” conterrà il valore “Y”). Nella lista delle controllate si è deciso di includere solo quelle in cui i SWFs detengono una maggioranza di controllo (maggiore del 50,01%), ipotizzando ragionevolmente che questa situazione comporti un coinvolgimento attivo del fondo nella gestione e nelle decisioni di investimento della controllata.
9. Nel caso del “Government Pension Fund-Global” (SWFs norvegese) un ulteriore step si rende necessario: i *deal* che riguardano questo SWF sono relativi alla “Norges Bank Investment Management” che gestisce il “Government Pension Fund-Global” a nome del ministero delle finanze norvegese. Sono stati quindi selezionati i deal relativi al SWF norvegese da quelli che coinvolgevano altre entità gestite dalla Norges Bank stessa. A questo proposito quindi si sono confrontati i report annuali rilasciati dalle autorità norvegesi con il database creato in modo da escludere le transazioni in cui il SWFs non era coinvolto.
10. Il passo finale nel processo di costruzione del database è stato quello di “pulire” il database escludendo le osservazioni incomplete, a causa della mancanza di informazioni relative alla società target e ad altre informazioni importanti, arrivando ad un numero di transazioni pari a 1208.
11. Infine si è considerato opportuno mantenere nel database finale sono quelle transazioni che presentavano nella colonna “Deal Status” i valori *Completed*, e *Completed assumed*, il numero di transazioni finale presenti nel database proprietario è pari a 933 transazioni.

Statistiche descrittive

Nella tabella seguente sono riassunti i dati chiave del database delle transazioni creato. Il database comprende 933 transazioni, eseguite da 27 fondi, per un intervallo temporale compreso tra l'1/9/1998 e il 24/3/2014.

Nome del Fondo	Numero di osservazioni	Data della prima osservazione	Data dell'ultima osservazione
Abu Dhabi Investment Authority	1	14/11/12	14/11/12
Alaska Permanent Fund Corporation	2	14/02/06	04/12/13
Caisse de Dépôt et Placement du Québec	139	30/05/00	20/12/13
California Public Employees Retirement System	13	20/01/00	26/06/12
Canada Pension Plan Investment Board	94	20/09/01	11/12/13
China Investment Corporation	33	16/09/04	22/05/13
China National Social Security Fund	2	22/09/09	16/06/11
DIFC Investments LLC	2	16/05/07	11/12/07
Dubai International Capital LLC	21	30/01/05	30/09/10
Gosudarstvennyi Neftyanoi Fond Azerbajana	2	27/12/12	22/05/13
Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd, The	109	08/02/00	24/12/13
Government Pension Fund - Global	9	15/06/07	31/10/13
Guardians of New Zealand Superannuation Fund	3	16/08/07	30/11/13
International Petroleum Investment Company	83	01/09/98	28/11/13
Investment Corporation of Dubai	19	26/11/98	10/06/13
Istithmar PJSC	25	29/10/04	27/04/12
Khazanah Nasional Bhd	78	29/06/00	16/12/13

Korea Investment Corporation	14	28/06/07	24/03/14
Kuwait Investment Authority	6	15/01/08	28/12/10
Lybian Investment Authority	6	16/10/08	17/09/10
Mubadala Development Company Pjsc	43	04/11/04	12/11/13
National Pensions Reserve Fund, The	2	22/02/10	14/05/10
Qatar Investment Authority	44	14/06/06	04/03/13
Saudi Arabian Monetary Agency	4	25/06/04	19/06/13
State General Reserve Fund	4	14/09/05	04/12/12
Stichting Pensioenfonds ABP	53	01/06/00	28/11/13
Temasek Holdings Pte Ltd	122	03/02/00	01/11/13
Numero totale di osservazioni	933		

Tabella 3.2 Sintesi delle informazioni contenute nel database degli investimenti dei SWFs

Statistiche descrittive 1998-2003

Dato che la prima transazione registrata dal database risale al 1998 e dato che il fenomeno dei Sovereign Wealth Funds ha cominciato ad acquisire una crescente e rilevante importanza solo nell'ultimo decennio, si è ritenuto più significativo aggregare le transazioni tra il 1998 e il 2003. Questo permetterà di sviluppare un'analisi più significativa e di costruire un *background* più solido attraverso il quale comparare le osservazioni future.

Nel periodo 1998-2003, sono stati catturati 80 investimenti da parte di 9 fondi. Tra questi si trovano i fondi che vengono definiti propriamente SWFs:

- International Petroleum Investment Company
- Investment Corporation of Dubai
- Temasek Holdings
- Government of Singapore Investment Corporation Ltd

- Khazanah Nasional

e quelli che secondo la classificazione di Truman (2008) vengono considerati SWFs pensione:

- Canada Pension Plan Investment Board
- Stichting Pensioenfonds ABP
- California Public Employees Retirement System

Nel grafico sottostante è possibile osservare il numero di investimenti effettuati da ciascun fondo attivo nel periodo di riferimento.

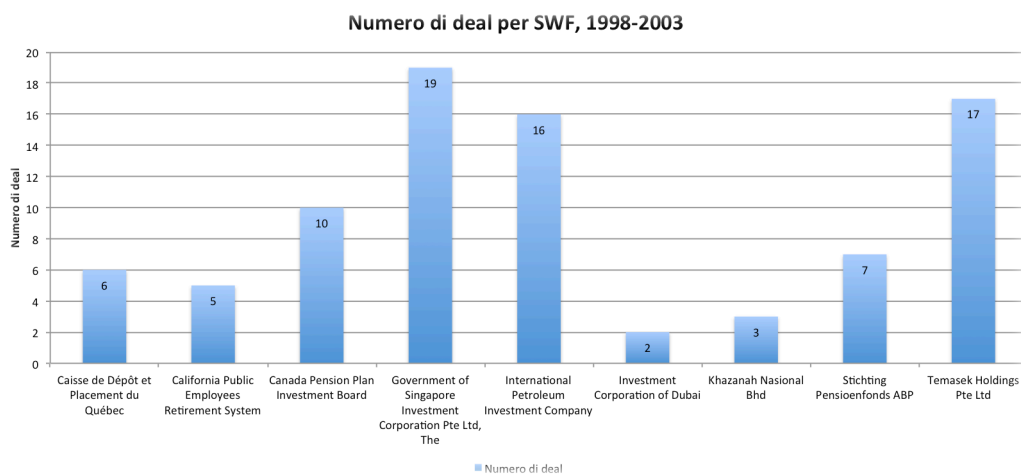


Grafico 3.1 Numero investimenti SWFs, 1998-2003

Nel grafico sottostante si può osservare la distribuzione dei deal tra domestici e *cross-border* e come vi sia una tendenza dei SWFs ad effettuare investimenti *cross-border*.

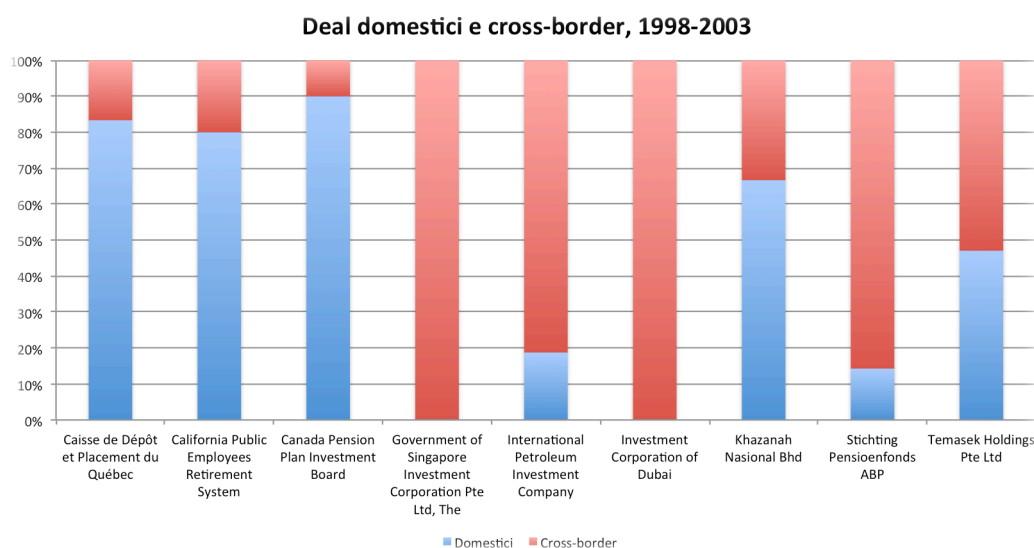


Grafico 3.2 Deal domestici e cross-border, 1998-2003

Tra le varie definizioni di SWFs, viste nel paragrafo 1.1, la caratteristica di investire oltre i propri confini nazionali è comune a tutti i SWFs, e i dati contenuti nel database confermano questa tendenza.

Nel grafico sono compresi anche i fondi SWFs pension, il loro comportamento può essere molto simile a quello di un fondo pensione piuttosto che ad un SWF vero e proprio (come può essere, per fare un esempio, l'*International Petroleum Investment Company*), ma come si vedrà in seguito, non sempre risulta essere così. Questa tipologia di fondi tipicamente tende ad investire prevalentemente entro i confini domestici, e il grafico relativo al periodo 1998-2003, conferma questa tendenza. La loro natura impone vincoli più restrittivi in questo senso, rispetto ai SWFs che invece possono investire liberamente all'estero; è bene sottolineare che diversi SWFs possono avere diversi obiettivi da perseguire, che si traducono in strategie di investimento diverse: ad esempio il Khazanah Nasional opera in quanto *development fund*, investendo soprattutto in progetti per lo sviluppo di infrastrutture del proprio paese.

Proseguiamo ora con la descrizione analizzando le caratteristiche degli investimenti dei SWFs discriminandoli per *industry*.

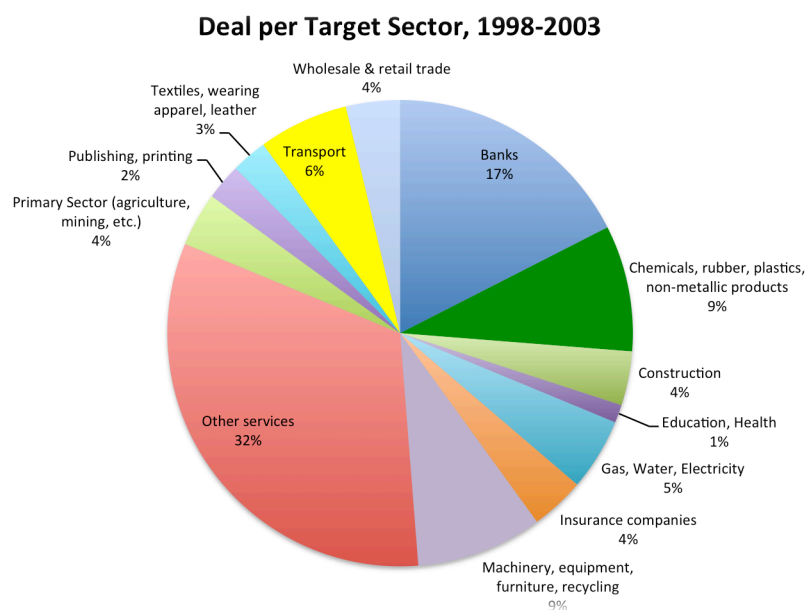


Grafico 3.3 Deal per target sector, 1998-2003

Nel periodo di riferimento i settori interessati da investimenti da parte dei SWFs sono stati 13 in totale. Il settore che ha ricevuto, tra il 1998 e il 2003, il maggior numero di investimenti da parte dei SWFs è quello finanziario, per un totale di 17 investimenti, che rappresentano il 21% sul totale nel periodo; nei grafici seguenti tale settore è suddiviso nel settore “Banks” e nel settore “Insurance Companies”. Il secondo settore per numero di investimenti ricevuti è quello chimico, denominato nel grafico come “Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products”, 9% sul totale, corrispondente a 7 deal, al pari del dal settore “Machinery, equipment, furniture, recycling”. A parte considerazioni sulla diversificazione settoriale dei portafogli d’investimento dei singoli fondi, che verrà sviluppata in seguito, non c’è un particolare trend che emerge, per quanto riguarda le preferenze a livello di *industry*.



Grafico 3.4 Numero deal per target sector, per SWFs, 1998-2003

Il grafico sovrastante mostra per ciascun fondo attivo nel periodo, la diversificazione del portafoglio di investimenti, a livello di *industry*. È possibile quindi notare come vi sia una diversificazione piuttosto elevata nel portafoglio investimenti di ciascun fondo. Fanno eccezione in particolare due tra gli SWFs pensione attivi nel periodo analizzato: il California Public Employee Retirement System e il Canada Pension Plan Investment Board, i quali, come si è visto in precedenza nel grafico 3.2, hanno investito in maniera preponderante in imprese domestiche; il loro comportamento d'investimento è quindi caratterizzato da bassa diversificazione e da una tendenza ad investire entro i confini nazionali, in linea con la loro vocazione pensionistica. Possiamo invece notare come altri fondi SWFs pensione, in particolare lo Stichting Pensioenfonds ABP, mostrino caratteristiche affini ai SWFs propriamente denominati tali, per quanto riguarda le strategie di investimento: oltre ad avere una diversificazione elevata a livello di *industry*, il fondo olandese ha effettuato prevalentemente transazioni *cross border* (circa l'86% del totale degli investimenti effettuati nel periodo analizzato).

I fondi più attivi, Temasek Holdings, Government of Singapore Investment Corporation Ltd e International Petroleum Investment Company sono molto diversificati per settore e rispettano la caratteristica tipica degli SWFs "puri" di investire maggiormente al di fuori dei propri confini nazionali.

L'International Petroleum Investment Company, è un *development fund* dello stato di Abu Dhabi, creato con una missione specifica: investire nelle industrie legate al petrolio. Nel corso dell'analisi abbiamo assistito ad una coerenza di questo fondo con la sua missione: per quasi tutto l'orizzonte temporale preso in esame, questo SWF ha investito

prevalentemente in imprese correlate al petrolio.

Ora si proseguirà ad un discernimento delle caratteristiche degli investimenti dei SWFs, lungo la dimensione geografica.

Deal per Target Region, 1998-2003

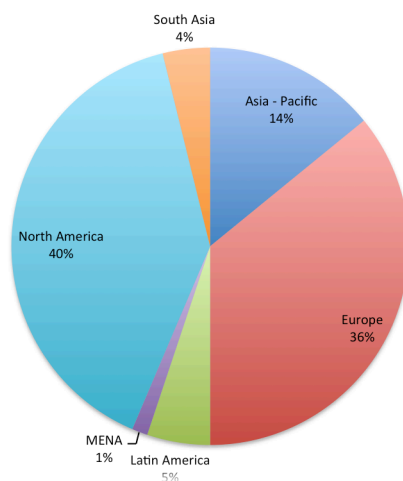


Grafico 3.5 Deal per target region , 1998-2003

Numero deal per Target Region, 1998-2003

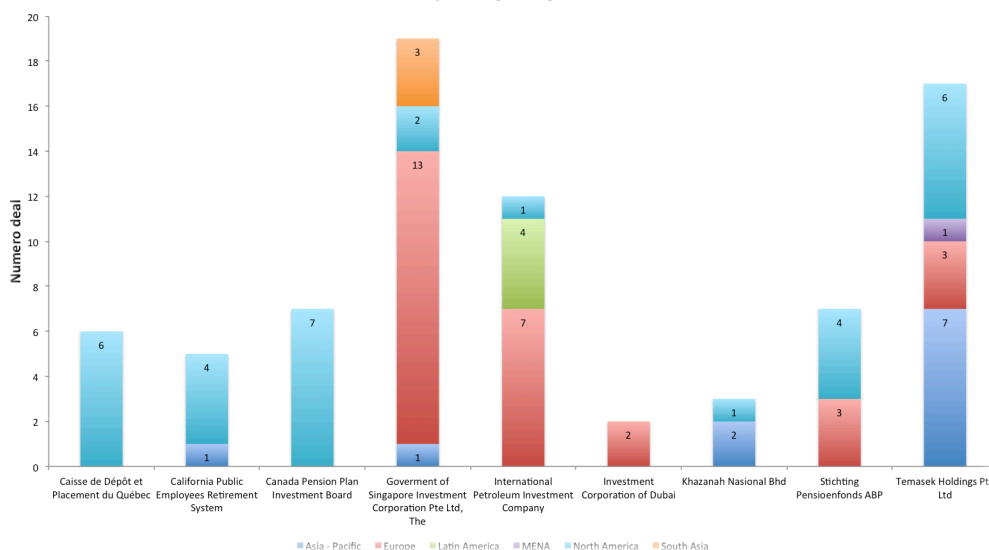


Grafico 3.6 Numero deal per target region, per SWFs, 1998-2003

Il grafico sovrastante mostra diverse caratteristiche delle attività d'investimento dei SWFs.

In primo luogo i SWFs pensione, Caisse de Depot et Placement du Quebec, California

Public Employees Retirement System, Canada Pension Plan Investment Board e lo Stitching Pensioenfonds ABP mostrano una forte tendenza investire nelle economie avanzate (corrispondenti alle macroregioni Europa, North America). Nel periodo tra il 1998 e il 2003, solo il fondo California Public Employees Retirement System ha investito (una sola transazione) nella regione Asia-Pacific, acquisendo un pacchetto azionario di controllo in una *investment trust*, mentre gli altri tre SWFs pensione hanno concentrato i loro *effort* solo in Europa e North America. La regione maggiormente interessata dagli investimenti dei SWFs, nel periodo di riferimento, è stata il North America con 30 deals (41,7% del totale). Il fondo più attivo in questa regione è stato il California Public Employees Retirement System, tra i SWFs pensione; questo comportamento non stupisce più di tanto in quanto è abbastanza prevedibile che un fondo SWFs pensione investa maggiormente nella propria macroregione di appartenenza, in quanto questo tipo di fondi tende ad investire prevalentemente all'interno dei propri confini nazionali. Anche Temasek Holdings, ha investito molto in North America, 6 deal, ovvero circa un terzo degli investimenti fatti nel periodo.

L'Europa è stata la seconda macroregione per numero di investimenti ricevuti dai SWFs, il fondo più attivo in questa macroregione sono stati i fondi Government of Singapore Investment Corporation and Singapore Investment Corporation Ltd e Investment Corporation of Dubai, con rispettivamente 13 e 7 deal. Il Government of Singapore Investment Corporation Ltd è stato l'unico fondo, tra quelli attivi nel periodo 1998-2003, ad investire nella macroregione South Asia (3 deal), mentre il fondo International Petroleum Investment Company è stato l'unico, in accordo ai dati presenti nel database, ad investire nella regione Latin America (4 deal).

Nei periodi successivi, analizzati in seguito nel presente lavoro, vi sarà una tendenza dei SWFs di espandere la portata geografica dei propri investimenti, con un aumento della loro presenza nelle economie emergenti.

Di seguito vengono mostrati i flussi degli investimenti dei Sovereign Wealth Funds a livello di macroregioni geografiche. Sono state considerate le seguenti macroregioni: Asia-Pacific, South Asia, Europe, North America, Latin America, MENA (Middle East and North Africa) e Sub-Saharan Africa.

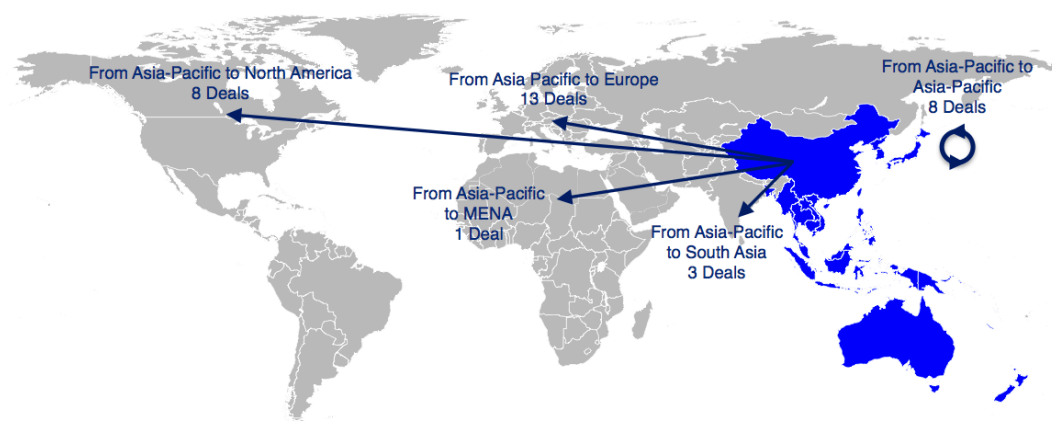


Figura 3.1 Flussi degli investimenti dalla macroregione Asia-Pacific, 1998-2003

I SWFs situati nella regione Asia-Pacific, sono i più attivi rispetto ai fondi situati nelle altre macroregioni (come mostrato dalle altre figure).

I SWFs in questione sono Temasek Holdings e il Government of Singapore Investment Corporation Ltd, creati dal governo di Singapore, e il Khazanah Nasional della Malesia. Essi investono, in questo periodo, in diverse macroregioni, inclusa la stessa da cui provengono. La regione più interessata dagli investimenti provenienti dall'Asia è quella europea, nella quale i fondi sovrani hanno effettuato 13 investimenti nell'intervallo temporale considerato; tra questi, 5 riguardano l'acquisto di pacchetti azionari di minoranza in imprese italiane di rilevante importanza: Alleanza Assicurazioni SpA, Arnoldo Mondadori Editore SpA e Autostrade SpA; le rimanenti transazioni verso l'Europa sono dirette verso imprese inglesi, tedesche e portoghesi. I deal effettuati in imprese appartenenti alla regione del North America sono 8, e riguardano acquisizioni di quote di minoranza in imprese appartenenti a settori diversi: un solo investimento verso il settore bancario, altri effettuati in imprese del settore *high tech*, sia *software* (Placeware Inc.) e *hardware* (Semiconductor Manufacturing International Corporation).

I deal diretti verso la regione South Asia hanno come target imprese dei settori bancario, farmaceutico e *utility provider* tutti situati in India.

Nel periodo 1998-2003, c'è stata solo una transazione dalla regione Asia-Pacific verso la regione MENA: Temasek Holdings ha acquistato azioni in una compagnia di IT situata in Israele, acquistando un pacchetto di minoranza per 21 milioni di euro.

Ciò che contraddistingue il comportamento dei fondi asiatici in questo intervallo temporale è il fatto che essi investano non solo nella proprio macroregione, perseguendo

esclusivamente obiettivi di sostegno delle proprie economie domestiche ed in particolare nella propria nazione, ma abbiano la volontà di diversificare il proprio portafoglio di investimenti sia a livello geografico che di *industry*.

Ciò è particolarmente vero per i fondi di Singapore, in particolare il Government of Singapore Investment Corporation Ltd ha investito, sulla base delle informazioni contenute nel database, esclusivamente all'estero.

Entrando nel dettaglio delle transazioni effettuate invece nella stessa regione di provenienza dei fondi, gli investimenti riguardano 4 acquisizioni (3 in Indonesia e 1 in Malesia), mentre dei restanti 4, 3 sono acquisizioni di pacchetti azionari di minoranza e uno relativo ad una *joint venture* in una società finanziaria.

Questo comportamento evidenzia una volontà di differenziare il proprio portafoglio a livello geografico e di *industry*; infatti i SWFs asiatici acquisiscono anche *asset* strategici nelle vicine economie in crescita, rafforzando la possibilità di beneficiare dei futuri ritorni grazie a questi investimenti. Ne è un esempio il caso dell'Indonesia: il fatto di costruire un solido network tra istituzioni finanziarie di economie di paesi prossimi da un punto di vista geografico, può rivelarsi un investimento profittevole nel lungo periodo, in quanto l'economia indonesiana crescerà ulteriormente in futuro.

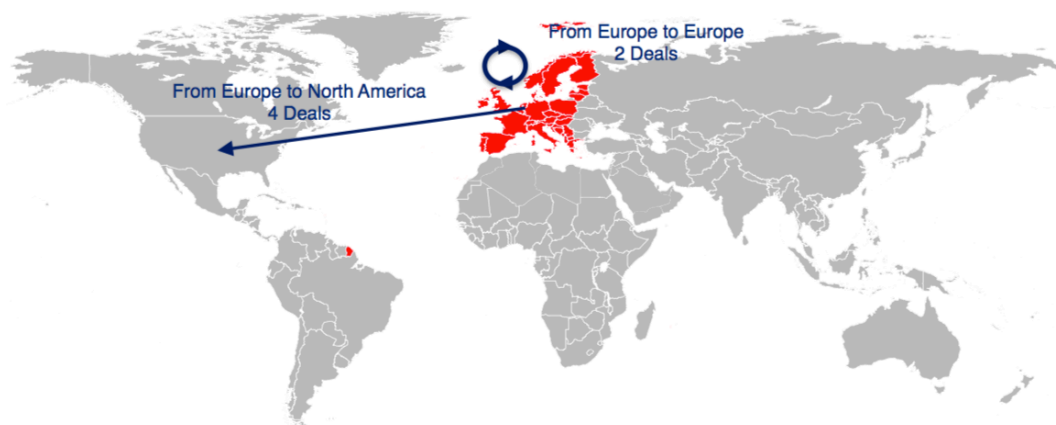


Figura 3.2 Flussi degli investimenti dalla macroregione Europa, 1998-2003

Il fondo Stitching Pensioenfonds ABP olandese è un SWF pensione, in accordo con le informazioni presenti nel database delle transazioni, è stato l'unico fondo attivo europeo nel periodo che si sta analizzando. Esso ha effettuato 6 transazioni: 2 in Europa, e 4 in North America. In Europa ha investito rispettivamente in una società di costruzioni e in una appartenente al settore dei trasporti.

In North America invece 3 investimenti su 4 riguardano istituzioni finanziarie. Tutti i deal riguardano acquisizioni di pacchetti azionari di minoranza, eccetto una transazione che riguarda una *joint venture* in North America. Questo comportamento rafforza la convinzione riguardo al comportamento tipico dei SWFs pensione: essi investono prevalentemente nelle economie avanzate, acquisendo pacchetti di minoranza, perseguendo l'obiettivo vero un'ampia diversificazione di portafoglio, mantenendo un livello di rischio basso attraverso l'investimento in *asset* più sicuri.

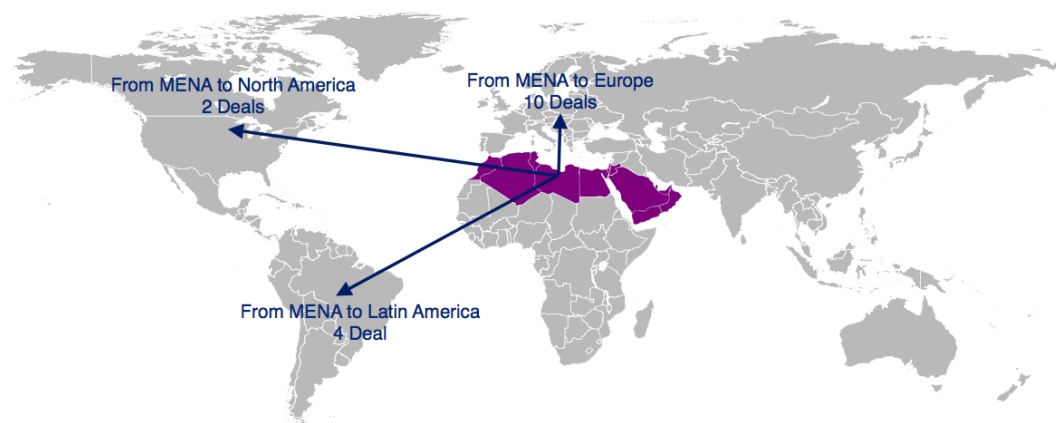


Figura 3.3 Flussi degli investimenti dalla macroregione MENA, 1998-2003

Le transazioni eseguite dai SWFs situati nella regione MENA, hanno caratteristiche completamente differenti, rispetto a quelle effettuate dai SWFs appartenenti alle macroregioni sopra analizzate, come si può vedere dalla figura 3.3; se i SWFs europei ed asiatici preferiscono diversificare il proprio portafoglio investimenti, acquisendo pacchetti di minoranza in società chiave, i SWFs della regione MENA adottano una strategia più aggressiva e molto meno diversificata.

Tre *industry* rappresentano il 75% del portafoglio dei SWFs dell'area MENA: "Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products", "Gas, Water, Electricity", e "Primary Sector". Inoltre 12 deal su 16 totali sono relativi all'acquisto di quote azionari di controllo.

Analizzando nel dettaglio i comportamenti dei fondi dell'area MENA, si nota che nel periodo tra il 1998 e il 2003 hanno investito prevalentemente in Europa, acquisendo pacchetti di controllo e stabilendo *joint venture* nel settore chimico e in quelli legati al gas e alla sua trasformazione e distribuzione. È importante sottolineare come questi investimenti, riguardino sia società che si occupano di estrarre la materia prima (gas,

petrolio) sia le società che si occupano della distribuzione, ne sono un esempio: l'acquisizione della Dragon Oil Plc, una società indipendente che si occupa dell'estrazione del petrolio e del gas, l'acquisizione della società Austrian Avanti, proprietaria di distributori di benzina, l'investimento nell'impresa Borealis A/S, afferente al settore chimico (per un totale cumulato di 1,423 milioni di Euro).

Nella regione Latin America è possibile riconoscere un comportamento simile a quello appena descritto, per un totale di 4 investimenti, tutti consistenti in acquisizioni di maggioranza, tra cui 2 compagnie del settore chimico (entrambe situate in Brasile). Il settore chimico continua ad essere quello prediletto dai SWFs arabi anche nella regione del North America, uno dei due investimenti riguarda la società Shell Chemical, mentre l'altro è relativo ad una *joint venture* con un'impresa di cui non è stato possibile reperire il nome, appartenente sempre al settore chimico. Il valore, per questi due deal, si aggira intorno ai 717 milioni di Euro.

Sempre nel periodo 1998-2003 si può identificare una definita linea di comportamento nel processo degli investimenti da parte dei SWFs dell'area MENA: acquisendo *asset* a livello globale con lo scopo di beneficiare di un *pool* composto di *asset* strategici. Inoltre si può ipotizzare che un possibile obiettivo di questi investimenti possa essere quello di acquisire *know-how* da imprese pre-esistenti e di sfruttare quindi le esistenti strutture di supply chain e il loro network.



Figura 3.4 Flussi degli investimenti dalla macroregione North America, 1998-2003

Lo schema di comportamento dei Sovereign Wealth Funds appartenenti alla macroregione del North America, è molto simile a quello dei SWFs dell'area europea, rispetto alle caratteristiche degli investimenti effettuati dai fondi asiatici piuttosto che di

quelli arabi; infatti in questa macroregione i SWFs attivi nel periodo 1998-2003 sono di tipo pensione, così come il fondo *Stitching Pensioenfonds ABP* olandese, unico fondo attivo in questo periodo tra quelli europei, in accordo con i dati presenti nel database.

La tipologia delle imprese target è molto simile: 8 investimenti su 17 sono diretti al settore finanziario (banche, imprese assicurative e fondi). I restanti sono diretti verso un ampio insieme di imprese, appartenenti a diverse *industry*: sono significativi gli investimenti in *Air Canada Inc.*, nella società *San Diego Expressway Partnership Ltd* (fondata con l'obiettivo di migliorare il sistema stradale canadese) e la *Lifestyle Retirement Communities* (impresa fornitrice di servizi per la sanità).

L'unico deal eseguito al di fuori della regione North America è stato quello concernente la società *Hyunday Investment Trust Management Co. Ltd.* della Corea del Sud.

L'ammontare totale degli investimenti effettuati dai SWFs del North America è pari a 848 milioni di Euro durante il periodo considerato.

Statistiche descrittive 2004-2008

Si procederà ora con un'analisi sulle scelte d'investimento dei SWFs per il periodo 2004-2008, focalizzandosi, come per il periodo precedente, sulla distribuzione degli stessi lungo più dimensioni, settoriale e geografica, suddividendo transazioni domestiche e cross border e seguendo i flussi degli investimenti a livello geografico, dai paesi di origine dei fondi, verso i paesi in cui sono localizzate le imprese target oggetto di questi investimenti. In questa analisi verranno esclusi i fondi con vocazione più pensionistica, i SWFs pensione, in quanto affetti da alcuni *bias*, a livello geografico, in quanto prediligono solitamente investimenti domestici, o comunque rivolti perlopiù verso economie avanzate (macroregioni North-America ed Europa), e *bias* di tipo settoriale, in quanto, come riscontrato nel periodo precedente investono in maniera significativa nel settore finanziario.

Questa caratterizzazione non è attribuibile all'intero insieme dei SWFs non pensione, i quali tendono ad investire in modo più diversificato, sia livello geografico che settoriale. Essi rappresentano un insieme più eterogeneo in quanto ogni fondo persegue obiettivi propri e specifici, relativamente alla missione per cui sono stati creati. I SWFs pensione verranno inclusi solo nella parte di analisi relativa ai flussi geografici in modo da mostrare come sono distribuite le attività d'investimento a livello geografico globale. Questa

analisi confermerà il comportamento evidenziato dei SWFs pensione, i quali tendono ad investire principalmente nella propria area geografica di origine.

Il numero di fondi attivi nel periodo analizzato è elevato, decisamente più alto del periodo precedente (1998-2003). In questo periodo i fondi attivi, in accordo con i dati presenti nel database delle transazioni, sono presenti 18 SWFs, e 4 SWFs pensione.

I SWFs attivi nel periodo 2004-2008 sono:

- Alaska Permanent Fund Corporation
- China Investment Corporation (CIC)
- DIFC Investment LCC
- Government of Singapore Investment Corporation Ltd (GIC)
- Government Pension Fund-Global
- Guardian of New Zealand Superannuation Fund
- International Petroleum Investment Company
- Investment Corporation of Dubai
- Istithmar World PJSC
- Khazanah Investment Corporation
- Korea Investment Corporation
- Kuwait Investment Authority
- Libyan Investment Authority
- Mubadala Development Company
- Qatar Investment Authority
- Saudi Arabia Monetary Agency
- State General Reserve Fund
- Temasek Holdings Ltd

Mentre i SWFs pensione attivi nel medesimo periodo sono:

- Caisse de Dépôt et Placement du Québec
- Canada Pension Plan Investment Board
- California Public Employees Retirement System
- Stichting Pensioenfonds ABP

Il grafico sottostante mostra, in termini di numero di investimenti, quanto i SWFs (non pensione) sono stati attivi nel periodo di riferimento.

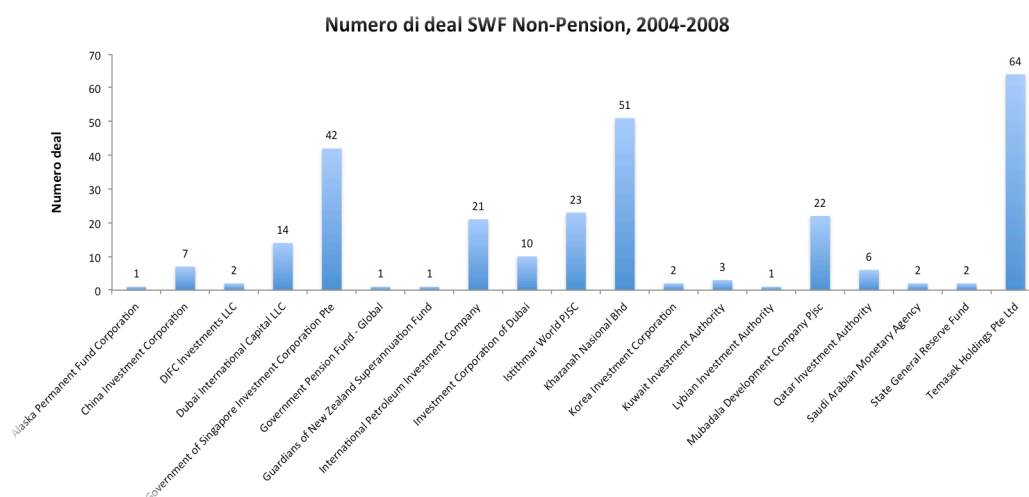


Grafico 3.7 Numero di deal, SWFs non pensione, 2004-2008

I fondi più attivi sono stati Temasek Holdings, Khazanah Nasional e il GIC (con, rispettivamente, 64, 51 e 42 transazioni nella finestra temporale data).

Per valore degli investimenti invece i fondi che hanno investito le cifre più significative sono stati il CIC (China) che ha investito 24.652 milioni di Euro, il fondo Investment Corporation of Dubai (13.168 milioni di Euro) e il GIC (11.026 milioni di Euro).

Il numero totale d'investimenti eseguiti durante il periodo considerato è di 273, mentre il valore cumulato è pari a 99.949 milioni di Euro. L'attività dei SWFs è cresciuta esponenzialmente dal 2004 in poi, essi sono diventati degli attori chiave sulla scena finanziaria globale.

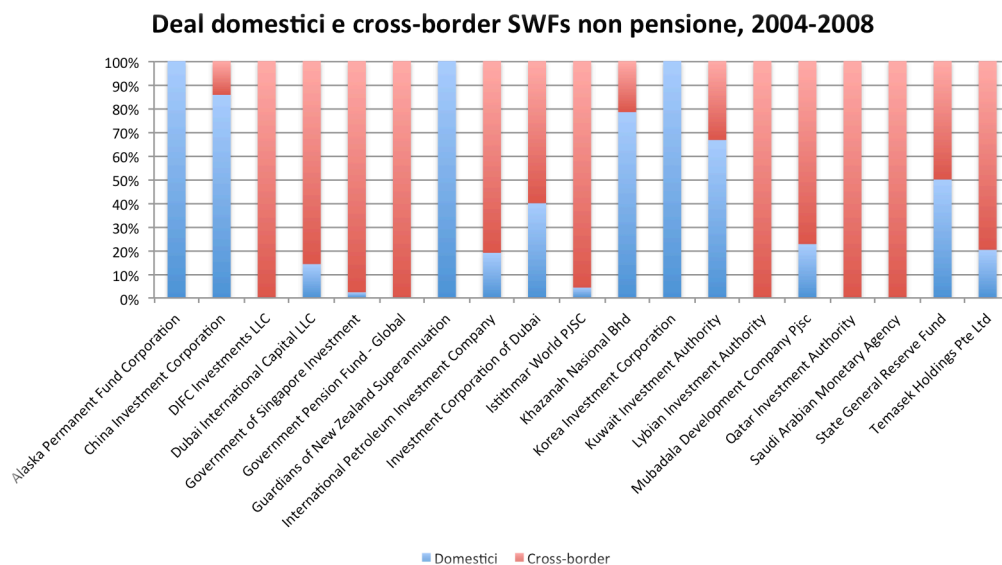


Grafico 3.8 Deal domestici e cross-border, SWFs non pensione, 2004-2008

Il grafico sovrastante mostra e conferma la tendenza dei SWFs ad investire prevalentemente all'estero. Ciò conferma appunto una delle caratteristiche principali che caratterizza questa categoria di investitori, ovvero quella di impiegare i capitali di cui dispongono in imprese situate oltre i propri confini nazionali.

Ci sono però delle eccezioni come ad esempio il Khazanah Nasional, che coerente con la propria natura di *development fund* investe prioritariamente entro i propri confini nazionali, promuovendo così la crescita del proprio paese e alimentando le principali imprese operanti in settori infrastrutturali.

Anche i fondi Korea Investment Corporation e Kuwait Investment Authority investono in maniera predominante nei settori infrastrutturali domestici.

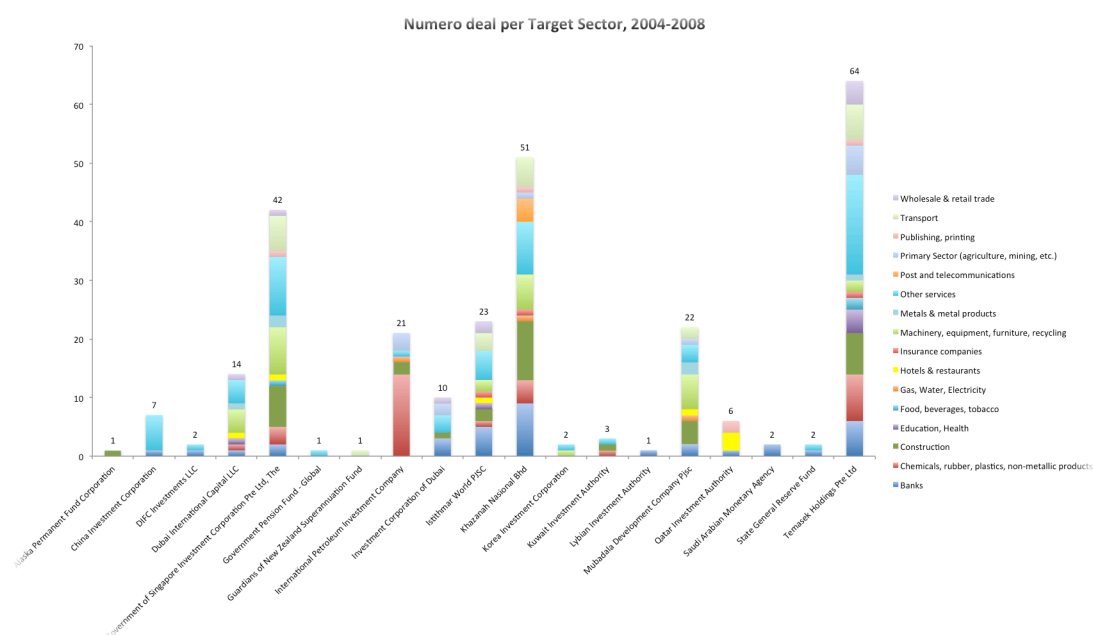


Grafico 3.9 Numero deal per target sector, per SWFs, 2004-2008

Dal grafico sovrastante si può notare una notevole diversificazione di portafoglio in termini di settore, questa tendenza è ancora più evidente per i fondi maggiormente attivi, come il GIC di Singapore (11 *industry*), Temasek Holdigs (13 *industry*), Khazanah Nasional Bhd (11) e il Mubadala Investment Company (9).

I fondi si differenziano fra loro per le loro preferenze d'investimento, infatti sebbene seguano tutti una certa diversificazione, non c'è un fattore comune in termini di quali settori rientrano nel loro portafoglio.

Vediamo ora, differenziando l'analisi settoriale tra investimenti domestici e *cross-border*, quali sono le preferenze settoriali dei SWFs.

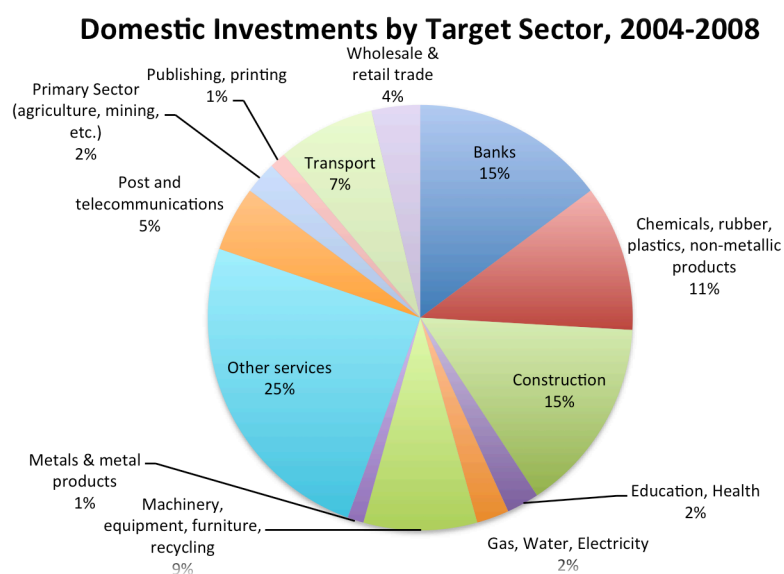


Grafico 3.10 Deal cross-border, per target sector, 2004-2008

Si nota una clusterizzazione tra il 2004 e il 2008 in tre settori in particolare: “Banks”, “Chemicals, rubber, plastic, non-metallic products”, “Construction” che rappresentano rispettivamente il 15%, 15% e 11% sul totale, mentre il corrispondente ammontare investito è di 27.797, 3.173, 405 milioni di euro. Ci sono delle similitudini con le preferenze, in termini di *industry*, viste per gli investimenti domestici. Il fatto che siano i medesimi settori preferiti dai SWFs negli investimenti domestici, sta a significare che questi siano considerati *key sector* dai SWFs.

La restante parte degli investimenti però è più diversificata rispetto alla situazione riscontrata nell’analisi settoriale a livello domestico, in quanto gli investimenti si disperdono in diversi settori.

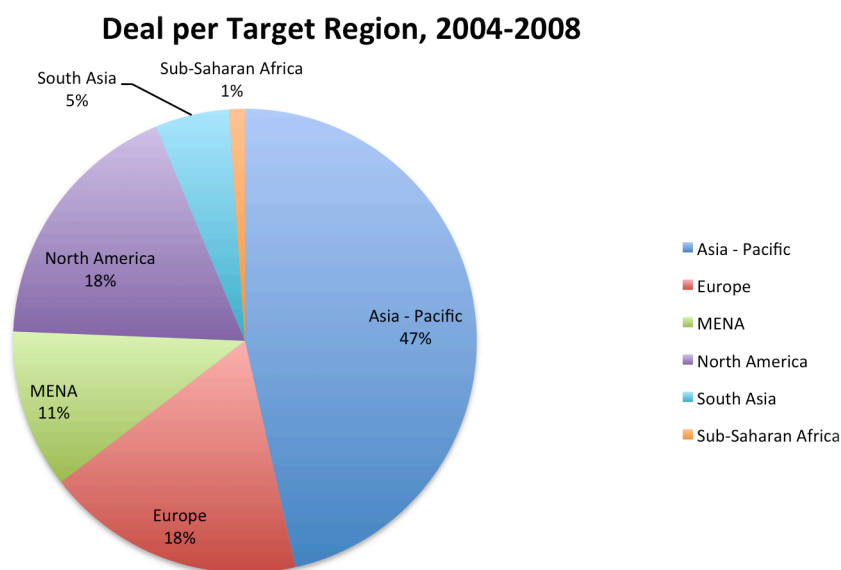


Grafico 3.11 Deal per macroregione target, 2004-2008

Nel periodo di riferimento la regione Asia Pacific è stata quella maggiormente interessata dagli investimenti dei SWFs, pari al 47% del totale. I Fondi più attivi in questa regione sono stati quelli con origini in paesi appartenenti alla regione stessa: Temasek Holdings (39), Khazanah Nasional (42) e il GIC (28).

Mentre il fondo Khazanah Nasional showed ha, come evidenziato in precedenza, mostrato una preferenza per gli investimenti entro i propri confini nazionali, Temasek e il fondo GIC non presentano la stessa peculiarità. L'ammontare totale investito in Asia-Pacific è pari a In Asia-Pacific 29.488 milioni di Euro.

La seconda macroregione, per numero di investimenti, è l'Europa con 49 investimenti: il fondo più attivo in questa regione sono stati i fondi sovrani arabi Dubai International Capital, International Petroleum Investment Company e Mubadala Development Company, che si sono focalizzati su imprese del settore chimico e manifatturiero.

Segue la regione North-America, con 48 deal: il fondo più attivo in questa regione è stato il fondo singapireano Temasek Holdings (13 investimenti), seguito dal connazionale Government of Singapore Investment Corporation (8) dall' International Petroleum Investment Company (7).

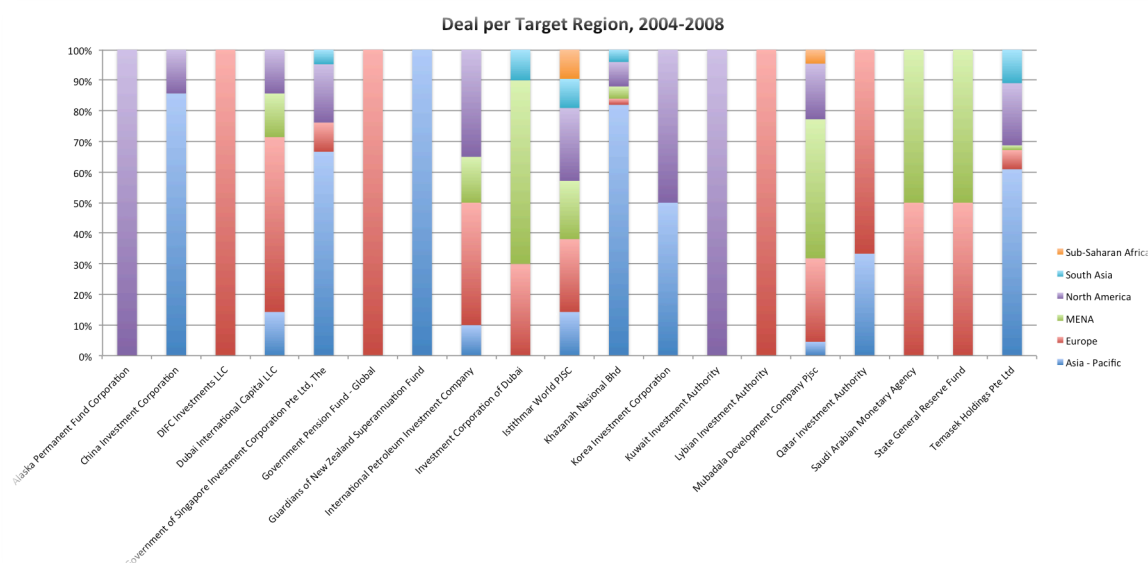


Grafico 3.12 Deal per target region, per SWFs., 2004-2008

Dal grafico sovrastante è possibile comprendere l'importanza relativa di ogni macroregione per ciascun fondo considerato nell'analisi descrittiva. Il fenomeno che emerge sugli altri è come i fondi "arabi" siano stati gli unici a investire una parte significativa in termini di allocazione geografica dei propri investimenti nella regione MENA, ad eccezione dei fondi Khazanah Nasional e Temasek Holdings che hanno impegnato una piccola quota dei propri investimenti nella medesima regione.

Flussi degli investimenti 2004-2008

I grafici seguenti sottolineano i flussi geografici degli investimenti a livello globale, a partire dalle diverse macroregioni: Asia-Pacific, South Asia, Europe, North America, Latin America, MENA (Middle East e North Africa) e Sub-Saharan Africa.

Di seguito non verranno inclusi nell'analisi descrittiva i SWF-pension in quanto si vuole focalizzare l'attenzione e quindi capire meglio come i SWFs propriamente tali differiscano tra loro nelle decisioni di investimento a livello di *target region*, questa decisione di escludere momentaneamente dall'analisi i SWFs-Pension viene presa con la volontà di eliminare il bias "regionale" proprio dei SWFs pensione.

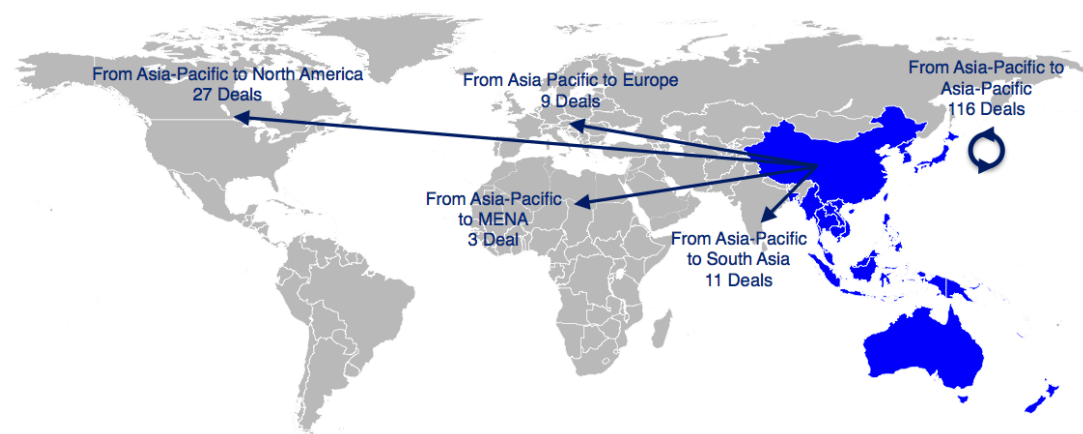


Figura 3.5 Flussi investimenti dalla regione Asia-Pacific, 2004-2008

Dall'immagine sovrastante è possibile comprendere la magnitudo dei SWFs asiatici: oltre al fatto che essi sono stati i più attivi nel periodo considerato, hanno investito in diverse regioni, ed in ognuna in modo consistente. La macroregione preferita è stata il North America (27 deal), a seguire il South Asia (11 deal), Europa (9 deal) e MENA (3 deal).

I SWFs asiatici hanno investito in particolare, nella loro regione di origine per un valore complessivo di 26,998 milioni di Euro, in un ampio range di settori (un ulteriore approfondimento in proposito sarà svolto in seguito). Lo stesso comportamento di diversificazione settoriale è stato replicato per le altre macroregioni, in Europa ad esempio hanno diversificato i loro investimenti a livello di settore ed inoltre prediligendo acquisizioni di pacchetti di minoranza.

Nella regione MENA sono stati effettuate solo 3 transazioni, rispettivamente investendo in una banca, in una compagnia di assicurazioni e in un'impresa di costruzioni per un valore di 249 milioni di Euro.

Il North America è invece stato oggetto di rilevanti investimenti sia in numero che in valore, i SWFs in questione sono: Korea Investment Corporation, Temasek Holdings e il China Investment Corporation coinvolti in investimenti rilevanti in note imprese in difficoltà finanziarie, come Morgan Stanley e Merrill Lynch. Come andremo a spiegare nei prossimi capitoli, i SWFs avranno un importante ruolo durante e dopo il periodo culmine della crisi finanziaria, sostenendo e procurando nuovi capitali per le istituzioni finanziarie in dissesto finanziario. Molti ricercatori hanno discusso circa questo fenomeno, analizzando i pro e i contro e ipotizzando le conseguenze a lungo termine di questa

situazione. Oltre che nel settore finanziario, i SWFs asiatici hanno investito in imprese di costruzioni, manifatturiere e altre, come ad esempio imprese di bio tecnologie e IT. Infine in South Asia sono state effettuate 11 transazioni dirette verso diverse *industry*, è rilevante il fatto che un terzo di queste interessino il settore finanziario, mentre i restanti deal interessano svariati settori; Temasek Holdings per esempio ha investito in imprese appartenenti ai settori manifatturiero, telecomunicazioni e chimico.

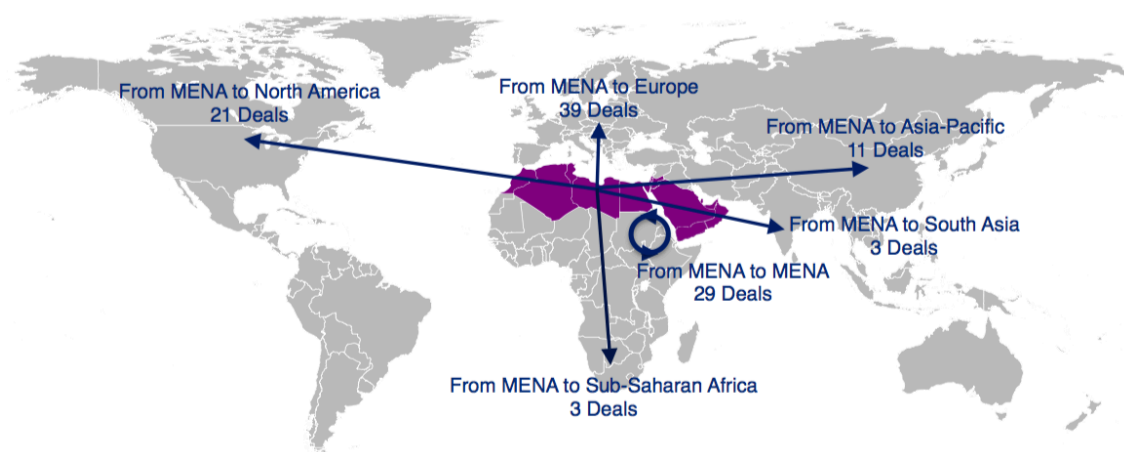


Figura 3.6 Flussi degli investimenti dalla regione MENA, 2004-2008

I SWFs dell'area MENA hanno effettuato, nel periodo compreso tra 2004 e 2008 meno deal, in numero, rispetto ai SWFs asiatici (106 investimenti contro 166) ma sono stati più capillari a livello geografico, investendo in regioni remote e mai prese in considerazione dai SWFs come quella Sub-Saharan Africa, nella quale i SWFs dell'area MENA hanno eseguito tre deal. La regione europea è stata quella più interessata, con 39 deal, in particolare il settore manifatturiero europeo (13 deal) per un valore cumulato di 6.148 milioni di Euro. Ben 29 deal sono stati eseguiti rimanendo all'interno della regione stessa; questo significa che i SWFs arabi hanno anche sostenuto molto le proprie economie domestiche.

In North America, i SWFs arabi hanno investito in maniera predominante nel settore chimico, in accordo con le transazioni raccolte nel database 9 deal di cui solo uno concernente un'acquisizione di minoranza. Nel periodo di riferimento sono state frequenti, relativamente al North America, joint venture negli Stati Uniti, in Canada e in Messico.

Gli investimenti verso la regione Asia Pacific sono stati 11 e non è emerso un settore di

preferenza; 8 di questi investimenti sono relativi ad investimenti in quote di minoranza. Nella regione Sub-Saharan Africa il numero di investimenti effettuati è stato pari a quelli verso la regione South Asia, ma il valore è nettamente superiore: 937 milioni di Euro rispetto ai 659 milioni di euro in South Asia, impiegati in acquisizioni di rispettivamente un'impresa metallurgica, un'impresa di trasporti e una *joint venture*.

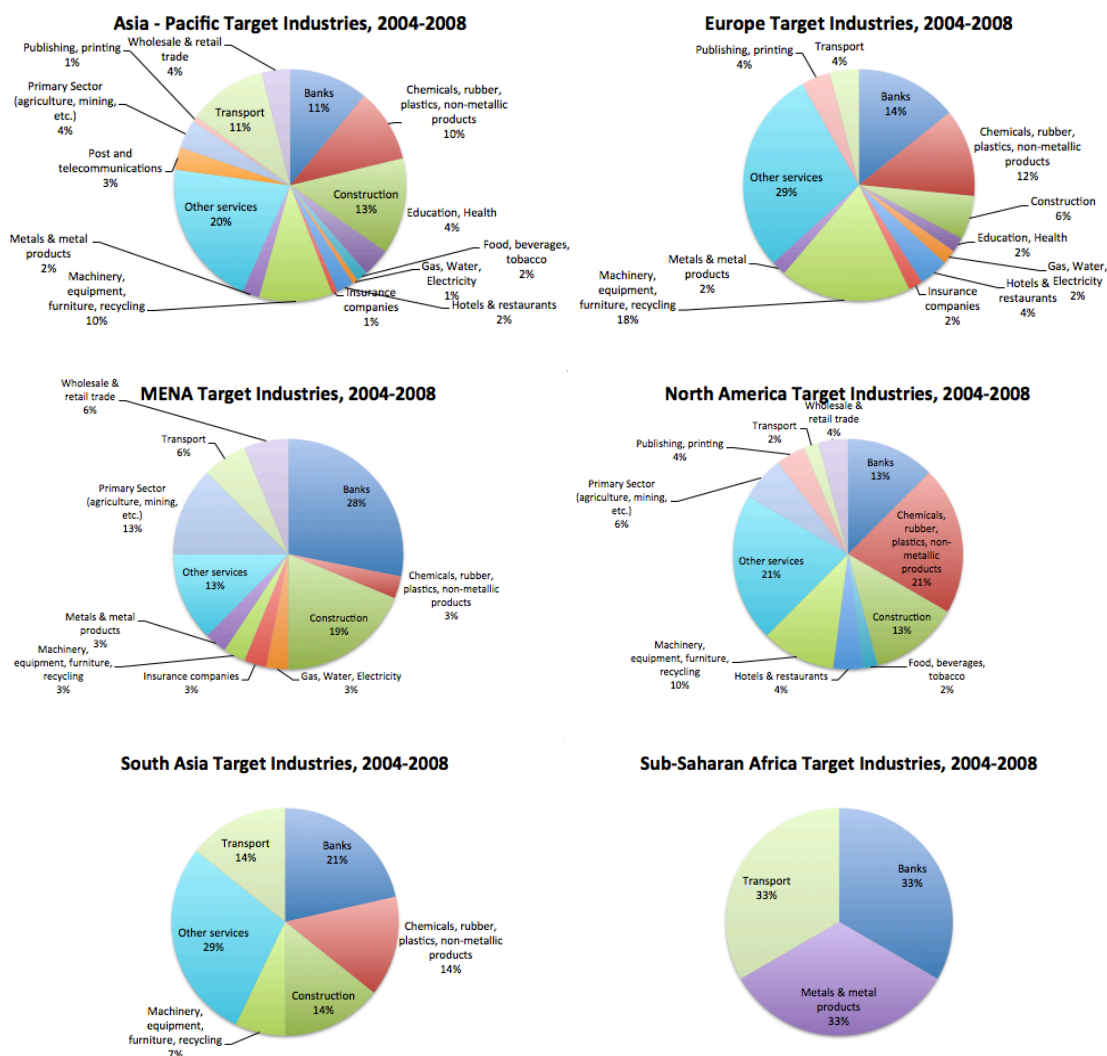


Grafico 3.13 Deal per target sector, per macroregioni target, 2004-2008

I grafici sovrastanti mostrano il peso relativo dei settori oggetto degli investimenti, suddivisi per ciascuna macroregione target. si può notare una elevata diversificazione nelle prime quattro regioni (Asia-Pacific, Europe, MENA region, e North America) molta

meno diversificazione è presente nelle macroregioni South Asia e Sub-Saharan Africa. Questa differenziazione nelle preferenze settoriali degli SWFs è probabilmente dovuta al diverso grado di sviluppo delle economie di queste macroregioni.

Nella macroregione Asia-Pacific, i settore più interessati dagli investimenti dei SWFs sono: il settore delle costruzioni, 13% sul totale degli investimenti, , “Banks” e “Transport” (11% ciascuno), “Chemical, rubber, plastic, non-metallic products” e “Machinery, equipment, furniture, recycling” (10% ciascuno).

Nella macroregione Europe, il principale settore è stato quello denominato nel grafico: “Machinery, equipment, furniture, recycling” che rappresenta il 18% degli investimenti, seguono i settori “Banks” e “Chemical, rubber, plastic, non-metallic products”, rispettivamente 14% e 12% sul totale.

Nella regione MENA invece si evidenzia una predominanza degli investimenti nel settore finanziario (28% sul totale degli investimenti).

I settori “Construction” e “Primary Sector” rappresentano rispettivamente il 19% e 13% rispettivamente. Questi fondi in questo intervallo temporale hanno sostenuto lo sviluppo dei propri paesi, infatti hanno investito molto nelle proprie imprese e nella propria regione (come si è visto analizzando i flussi geografici degli investimenti, 29 deal sono stati eseguiti nell’area MENA dai SWFs asiatici) Proprio in questo periodo ad esempio a Dubai, sono stati costruiti 28 nuovi grattacieli, e probabilmente i SWFs possono aver giocato un ruolo importante nel processo di sviluppo urbanistico della stessa Dubai.

In North America le scelte settoriali riflettono quelle delle regioni Europa e Asia-Pacific, infatti sono emerse preferenze per determinati settori, come “Chemical, rubber, plastic, non-metallic products” (21% sul totale), mentre il settore “Banks” e il settore “Construction” rappresentano, ognuno, una porzione del 13% sul totale.

Statistiche descrittive 2009-2013

Nel periodo 2009-2013 i fondi presenti nel database (sia SWFs non pensione che SWFs Pension) hanno effettuato 402 investimenti, diretti e tramite controllate. Per un valore di 169.270 milioni di euro circa, un valore impressionante soprattutto rapportato al fatto che si riferisce alle attività di investimento di 26 fondi, in un orizzonte temporale di 5 anni.

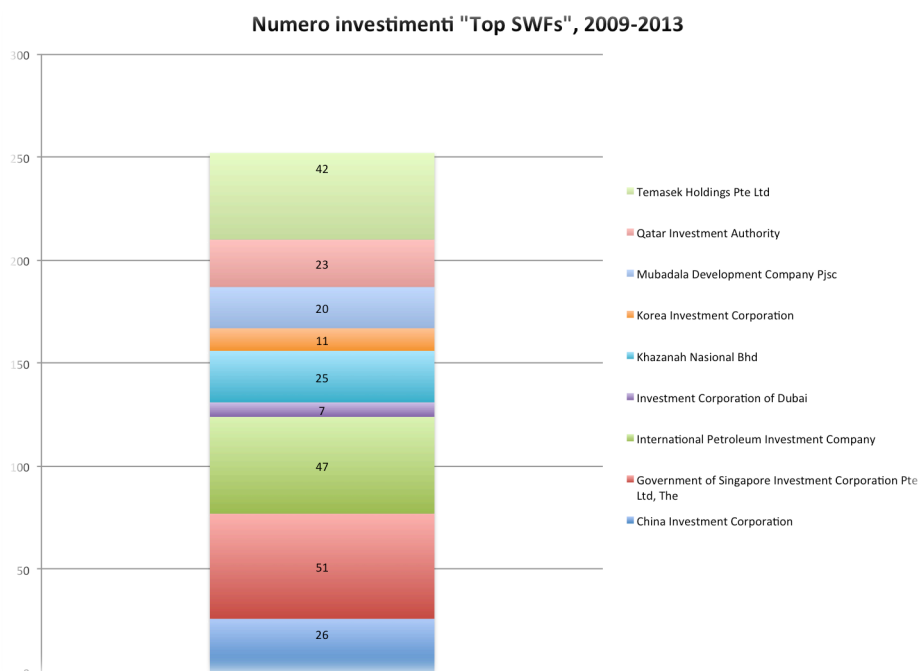


Grafico 3.14 Numero investimenti per "Top SWFs", 2009-2013

I "Top SWFs" ovvero i fondi più grandi e più attivi hanno eseguito 252 investimenti per un valore di 109.861 milioni di euro, come si può vedere dal grafico sovrastante. Il più attivo è stato il "Government of Singapore Investment Corporation Ltd" con 51 deal, seguito dall' "International Petroleum Investment Company" con 47. Al terzo posto con 42 transazioni il secondo fondo di Singapore, "Temasek Holdings".³² Questi tre fondi inoltre rappresentano insieme, la maggior parte del valore degli investimenti effettuati dai fondi presenti nel database: 79.374 milioni di euro. Una parte significativa di questi investimenti sono diretti verso il settore finanziario; per esempio i sei investimenti principali del fondo Temasek Holdings (circa 20.284 million di Euro, ovvero il 72% del totale dei propri investimenti) sono diretti verso le banche localizzate nelle macroregioni Asia-Pacific, North America ed Europa. Invece il "Government of Singapore Investment

³² È importante però sottolineare che i fondi evidenziati dal grafico si suddividono in due categorie in base alla loro origine geografica, "asiatici" e "arabi", questi ultimi caratterizzati da bassi valori dell'indice di trasparenza, è plausibile quindi che molti degli investimenti dei SWFs "arabi" non siano stati catturati nel database in quanto difficilmente rintracciabili, e che quindi questi fondi siano in realtà più attivi di quello che mostra il grafico.

Corporation Ltd” e l’“International Petroleum Investment Company” hanno investito in modo più diversificato, scegliendo un ampio insieme di settori. Mentre Temasek Holdings ha focalizzato i propri sforzi acquisendo pacchetti di minoranza in società finanziarie come Merrill Lynch, Barclays, e China Construction Bank (per fare degli esempi), “Government of Singapore Investment Corporation Ltd” e “International Petroleum Investment Company” hanno invece preferito acquisire pacchetti azionari di controllo di imprese in difficoltà finanziarie, come ad esempio l’acquisizione di Compañía Española de Petróleos SA (completamente acquisita da IPIC per 3.966 milioni di euro), e l’acquisizione di Transport et Infrastructures Gaz France SA (completamente acquisita da GIC per 2.400 milioni di euro).

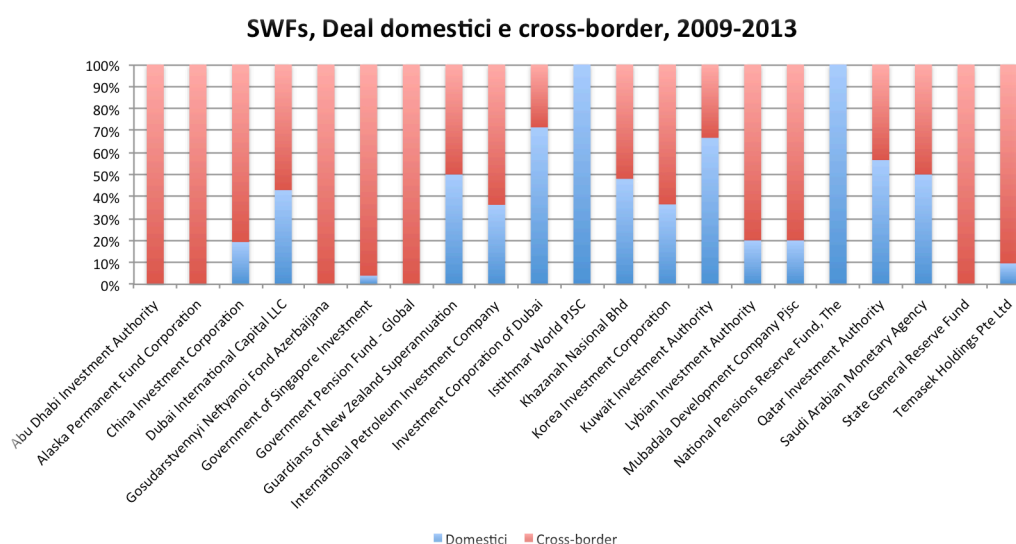


Grafico 3.15 Deal domestici e cross-border, SWFs non pensione, 2009-2013

Come nel periodo precedentemente analizzato, gli SWFs investono prevalentemente all’estero (circa il 75%). Ovviamente è possibile trovare delle eccezioni, ad esempio il fondo “Istithmar World PJSC” ha effettuato due soli investimenti nell’orizzonte temporale considerato entrambi domestici, uno nell’Atantis The Palm (uno dei più noti hotel di Dubai), ed uno in un fornitore di servizi ospedalieri. Anche il fondo “Investment Corporation of Dubai” ha investito in maniera predominante in imprese domestiche, acquisendo il controllo di tre imprese del settore finanziario, una società di costruzioni e un’impresa manifatturiera. Anche il Kuwait Investment Authority ha seguito lo stesso schema investendo in una società di costruzioni e in una società fornitrice di servizi

ospedalieri. Questo è essere indice del fatto che i SWFs, o almeno alcuni, perseguano principalmente lo scopo di sostenere lo sviluppo del proprio paese di origine, non perseguendo quindi obiettivi meramente finanziari o politici, anche se questo sembra essere il pensiero predominante nell'opinione pubblica.

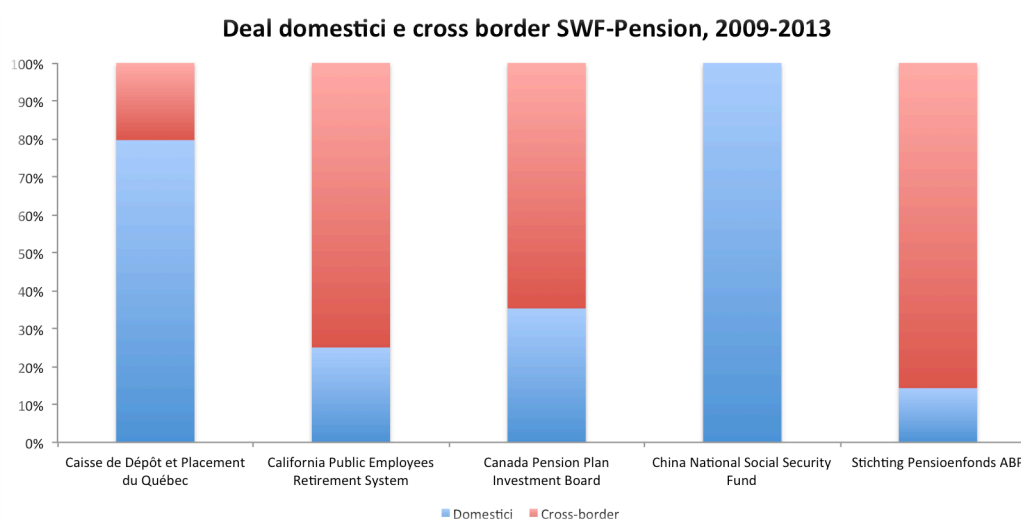


Grafico 3.16 Deal domestici e cross-border, SWFs Pensione, 2009-2013

È interessante notare dal grafico sovrastante come alcuni dei SWFs Pension presenti nel database abbiano comportamenti analoghi ai SWFs veri e propri. In particolare il fondo Stichting Pensioenfonds ABP olandese, oltre ad essere molto attivo, rispecchia per quanto riguarda la distinzione tra deal domestici e cross-border un comportamento simile a quello dei SWFs veri e propri. Nel periodo considerato ha infatti investito prevalentemente all'estero. Hanno avuto un comportamento analogo il California Public Employees Retirement System e il Canada Pension Plan Investment Board. Ha invece seguito un comportamento più tipico dei SWFs Pension, il fondo cinese China National Social Security Fund investendo completamente nell'economia domestica.

Ora si procederà ad un'analisi a livello settoriale, per indagare quali siano stati nel periodo in questione, le *industry* preferiti dai SWFs presenti nel database e approfondendo l'analisi per area geografica.

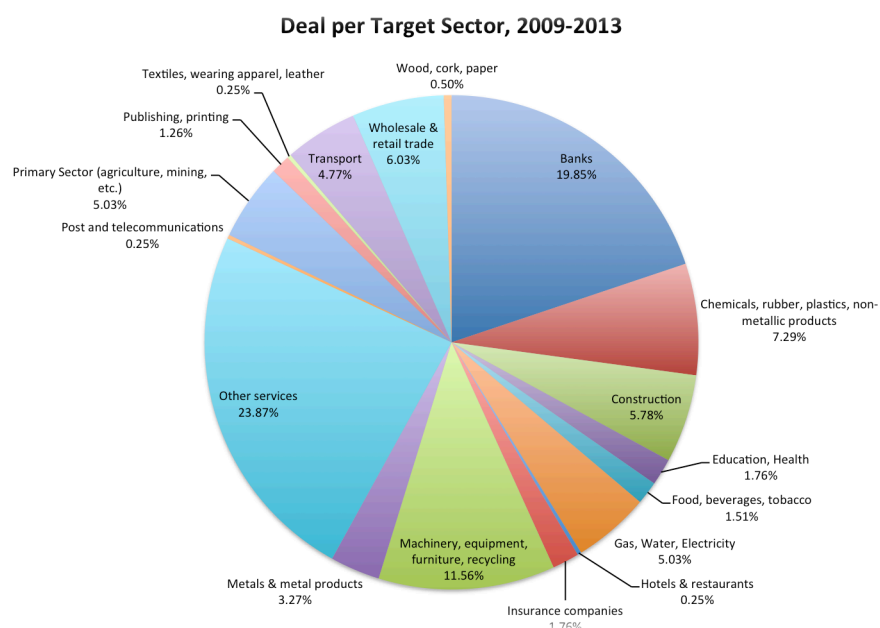


Grafico 3.17 Deal per target sector, 2009-2013

Rispetto ai periodo precedentemente analizzati possiamo notare come ci sia una diversificazione maggiore a livello settoriale nell'intervallo temporale 2009-2013. Il settore finanziario continua ad essere quello più scelto dai SWFs ma emergono anche altri settori come “Machinery Equipment Forniture e Recycling”, “Chemical, rubber, plastics, non metallic product”

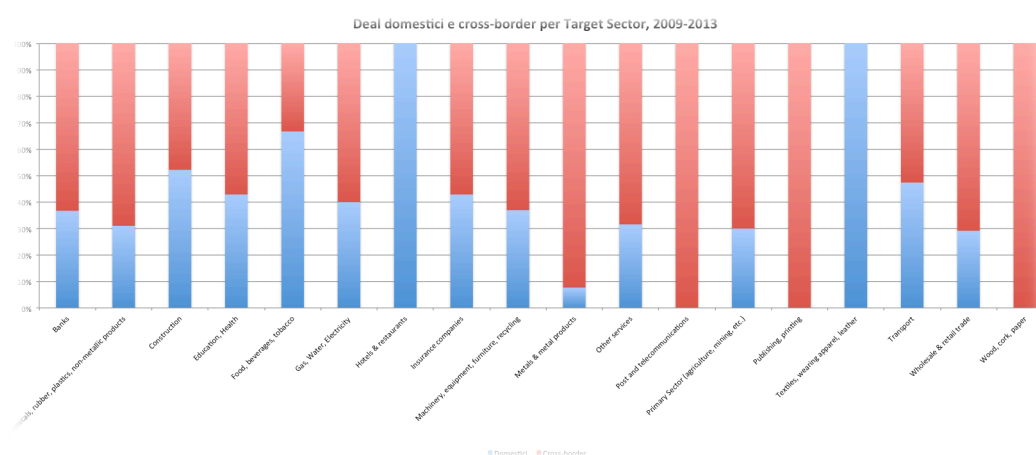


Grafico 3.18 Deal domestici e cross-border, 2009-2013

Rispetto ai dati relativi al periodo precedente a quello che si sta analizzando, è possibile

affermare che i SWFs abbiano incrementato le loro attività di investimento nei confronti di settori domestici chiave come “Construction”, “Education and Health” e “Transport”. I deal verso imprese cross border sono maggiormente focalizzati su determinati settori come “Banks” “Machinery, equipment, furniture, recycling”, “Primary Sector” e “Wholesale & retail trade”. Coerentemente con la teoria relativa ai SWFs gli investimenti nei settori appena menzionati rispecchiano due principali obiettivi: assicurarsi elevati ritorni nel futuro e sfruttare il know-how e l’esperienza di alcune economie in questi settori per creare spillover positivi per le economie domestiche dei SWFs, che permettono di acquisire network commerciali preesistenti (per esempio nel settore “Wholesale and Retail Trade”) e / o know-how industriale.

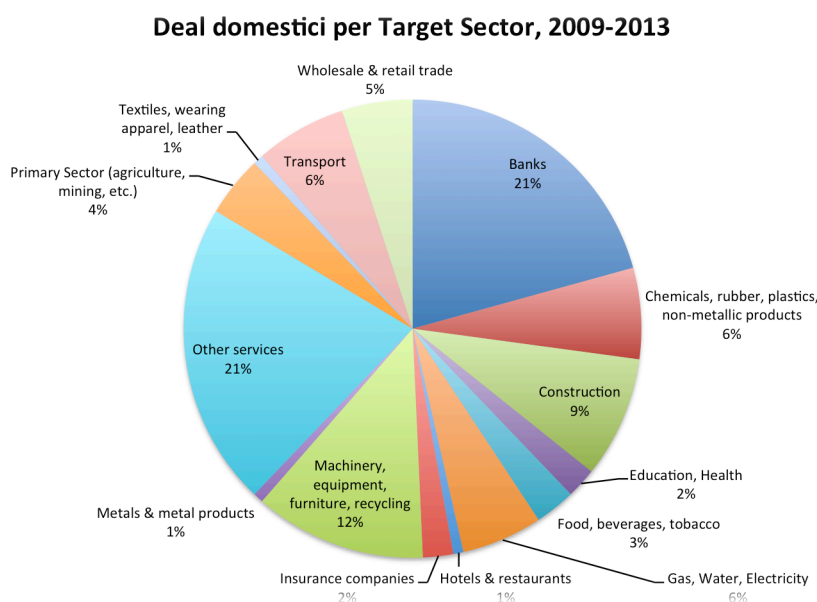


Grafico 3.19 Deal domestici per target sector, 2009-2013

Il settore finanziario è stato quello più interessato da investimenti domestici, rappresenta infatti il 23% dl totale (“Banks” e “Insurance Companies”), c’è un gap significativo tra la quota relativa a quest’ultimo settore e gli altri: quelli più interessati, in secondo luogo sono, con quote significativamente minori “Machinery, equipment furniture recycling” (12%), “Costruzione”(9%) e “Chemicals, rubber, plastics, non-metallic product”. Il processo di investimento utilizzato dai SWFs in questo periodo sembra essere caratterizzato da una polarizzazione, da un lato investimenti nel settore finanziario, dall’altro transazioni relative ad acquisizioni di piccole quote in un vario insieme di

industry. Tuttavia come appena evidenziato si possono notare settori che emergono più di altri: “Machinery, equipment furniture recycling” (12%), “Costruction”(9%) e “Chemicals, rubber, plastics, non-metallic product” e “Transport” che occupano insieme ua parte importante del portafoglio investimenti che sono una prova di come i SWFs perseguano negli investimenti domestici una strategia volta a sostenere e stabilizzare lo sviluppo del proprio paese.

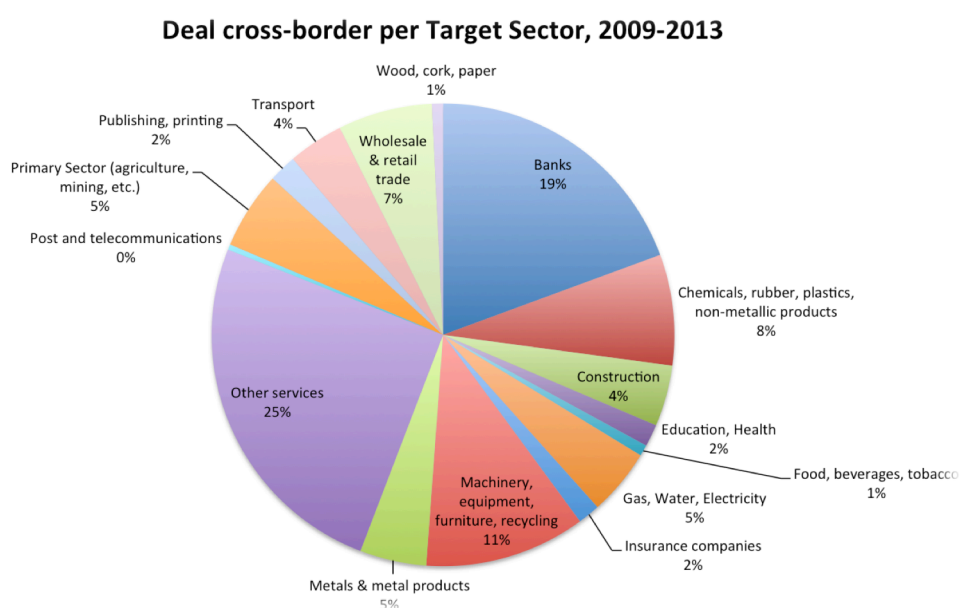


Grafico 3.20 Deal cross-border per target sector, 2009-2013

I SWFs in ambito di investimenti *cross-border* eseguiti nel periodo 2009-2013 hanno investito in un ampio *range* di settori, in particolare sono emerse tre preferenze: per il settore financial services (19%), per i settori legati a risorse naturali e materie prime (Primary Sector (5%), “Metal & metal products (5%)”, “Gas Water, Electricity (5%)”) e per il settore produttivo associato a queste ultime “Machinery, equipment furniture recycling” (11%).

La maggior parte di investimenti effettuati nel settore finanziario sono acquisizioni di pacchetti di minoranza in istituti finanziari delle economie occidentali (North America e Europa), mentre le acquisizioni di pacchetti di controllo nelle stesse imprese provengono dai fondi arabi come il Dubai Investment Authority, Investment Corporation of Dubai e il Kuwait Investment Authority e in tutti e quattro i casi si tratta di imprese appartenenti all’area MENA; questo evidenzia come i fondi arabi abbiano perseguito una strategia di

investimento rivolta a sostenere gli istituti finanziari dei propri paesi, sostenendoli poiché colpiti probabilmente dagli strascichi della crisi finanziaria del 2008.

Nel settore chimico gli investimenti riguardano l'acquisizione totale di sei imprese localizzate in North America, Europa, Asia Pacific per un valore di circa 9.600 milioni di Euro.

Nel settore manifatturiero, gli SWFs preferiscono acquisire pacchetti di minoranza in imprese dislocate in tutto il mondo, senza particolari preferenze per una macroregione in particolare (in 19 casi), mentre due acquisizioni sono state eseguite dal Mubadala Investment Company, la prima nell'impresa italiana Piaggio Aero Industry Spa, mentre l'altra in svizzera nella Technics Holding.

Dal grafico sottostante è possibile evincere le caratteristiche delle preferenze di investimento dei SWFs lungo la dimensione geografica.

Deal per Target World Region, 2009-2013

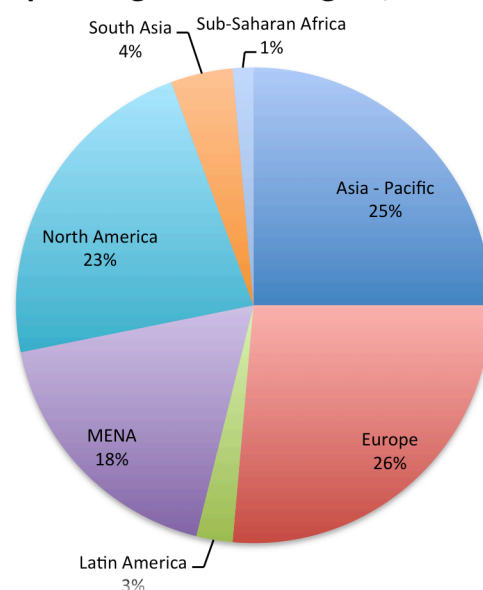


Grafico 3.21 Deal per target world region, 2009-2013

La macroregione più interessata dagli investimenti degli SWFs nel periodo 2009-2013 è stata l'Europa che ha collezionato 75 deal. Il fondo più attivo in Europa è stato il fondo "International Petroleum Investment Company" (24 deal), a seguire il Qatar Investment Authority (20 deal) e il "Government of Singapore Investment Corporation Ltd".

La seconda macroregione per numero di investimenti è l'Asia Pacific, con 71

investimenti ricevuti dai SWFs, in particolare i due fondi di Singapore, “Government of Singapore Investment Corporation Ltd” e Temasek Holdings hanno investito 18 e 15 volte nella propria regione di origine.

Il North America è stato teatro di 63 transazioni avvenute nel quinquennio considerato. Il più attivo tra i fondi è stato il Temasek Holdings (18 transazioni).

Molto interessante è la distribuzione degli investimenti ricevuti in area MENA, South Asia e Latin America che hanno visto incrementare gli investimenti in ingresso rispetto al precedente periodo di analisi.

In special modo la macroregione MENA ha ricevuto 51 investimenti, e coerentemente con le osservazioni fatte in precedenza i SWFs più attivi sono stati proprio quelli di origine araba che hanno portato avanti tra il 2009 e il 2013 una strategia volta alla stabilizzazione e sviluppo delle economie domestiche.

I grafici a torta sottostanti aiutano a discriminare a livello di macroregione, le *industry* a cui appartengono le imprese target e quindi per cercare di ricostruire i *pattern* relativi alle scelte di investimento dei SWFs.

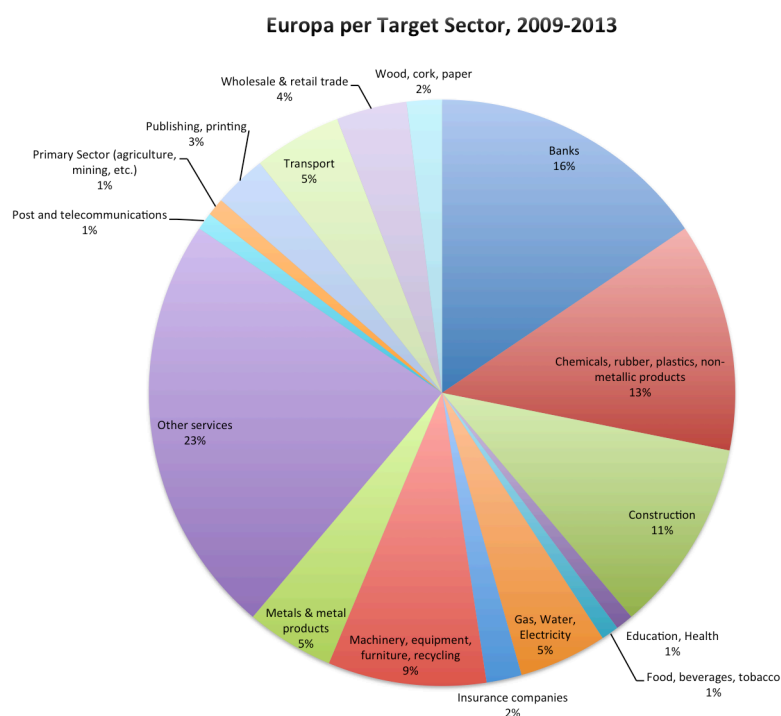


Grafico 3.22 Deal per target sector, macroregione Europa, 2009-2013

North America per Target Sector, 2009-2013

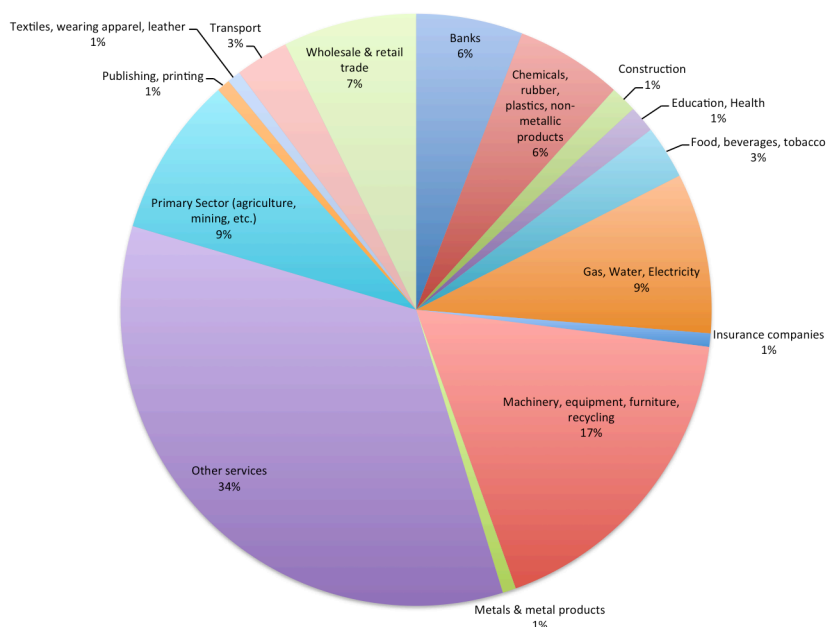


Grafico 3.23 Deal per target sector, macroregione North America, 2009-2013

Rispetto agli anni pre-crisi, l'appetito dei SWFs nei confronti del settore finanziario è diminuito, attraverso i grafici seguenti è possibile notare come rispetto agli anni precedenti la crisi o durante la crisi del 2008, il settore finanziario rimanga quello preponderante ma come, dopo alcuni salvataggi da parte dei SWFs in primari istituti finanziari occidentali, vi sia stata una traslazione dal settore finanziario delle economie occidentali verso quello delle economie emergenti o in via di sviluppo. Questa diminuzione nel numero investimenti nelle imprese finanziarie delle economie avanzate rispecchia un aumento di investimenti nel settore bancario / finanziario nelle altre macroregioni, in special modo i fondi arabi ed asiatici hanno preferito dare sostegno al settore finanziario domestico. Il settore "Banks" è infatti in aumento rispetto al precedente periodo. Questo fenomeno è riconducibile alla recente crisi che ha colpito maggiormente le istituzioni finanziarie occidentali, divenute meno appetibili.

Asia-Pacific per Target Sector, 2009-2013

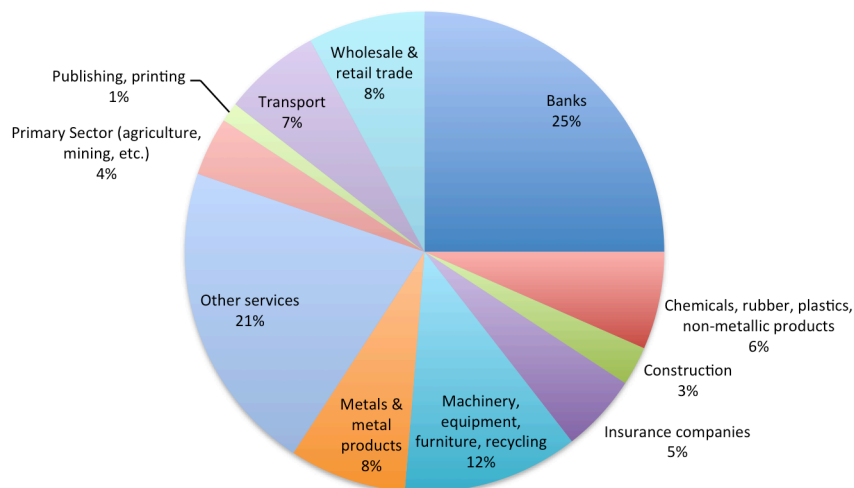


Grafico 3.24 Deal per target sector, macroregione Asia-Pacific, 2009-2013

Gli investimenti verso l'Asia Pacific sono diretti in misura prevalente verso il settore finanziario (25% degli investimenti), mentre solo il settore "Machinery, equipment, forniture, recycling" ha superato la soglia del 10%, raggiungendo un 12 % sul totale. Analizzando la suddivisione in settori degli investimenti in questa macroregione si nota una diversificazione abbastanza spinta in un ampio insieme di settori.

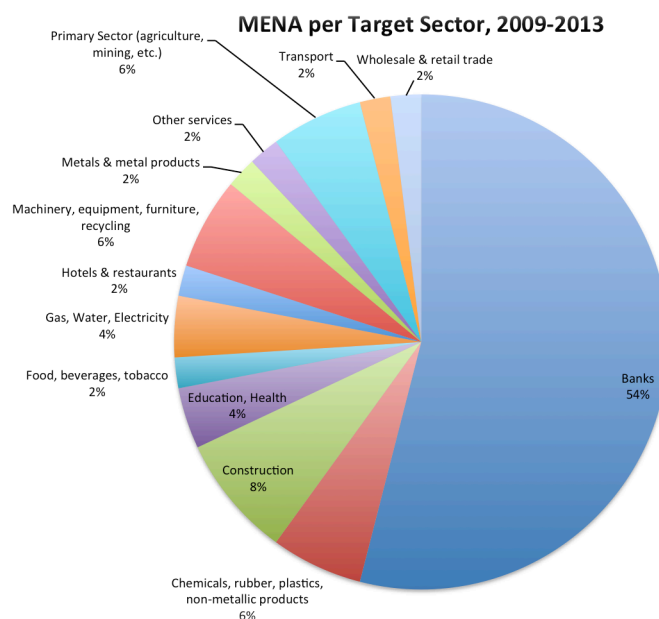


Grafico 3.25 Deal per target sector, macroregione MENA, 2009-2013

Nella regione MENA, è molto prevalente il settore “Banks”, questo mostra come i SWFs appartenenti alla regione stessa si siano concentrati non solo nella propria macroregione, essendo in pratica gli unici ad investirvi, ma anche in un settore specifico, quello finanziario, che evidentemente ha risentito nel periodo di riferimento dei contraccolpi dovuti alla crisi finanziaria del 2008.

Latin America per Target Sector, 2009-2013

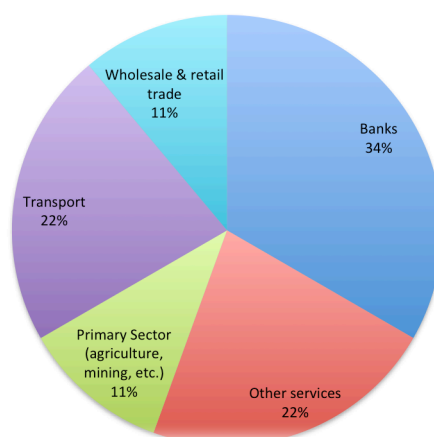


Grafico 3.26 Deal per target sector, macroregione Latin America, 2009-2013

South Asia per Target Sector, 2009-2013

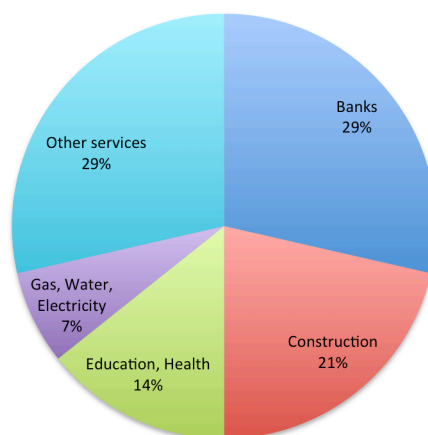


Grafico 3.27 Deal per target sector, macroregione South Asia, 2009-2013

Nelle regioni Latin America e South Asia, è evidente che i settori in cui SWFs hanno investito sono meno numerosi rispetto alle altre (Europe, North America, Asia-Pacific, MENA) e denotano diverse preferenze che solitamente non prevalgono nelle altre macroregioni. Questo è dovuto al fatto che queste regioni sono relativamente una “novità” per i SWFs, abituati ad investire nelle economie occidentali o in quelle di loro provenienza (prevalentemente quindi MENA e Asia Pacific dove si collocano i fondi più grandi e attivi), ma anche perché queste economie sono ancora in via di sviluppo e quindi presentano maggiore attrattività e quindi profittabilità in settori diversi rispetto alle economie sviluppate. In special modo in South Asia troviamo che i settori “Education and Health” e “Construction” sono rispettivamente il 14% e il 15%. Nelle altre macroregioni difficilmente superavano la soglia del 5% per il settore “Education and Health” e del 10% per il settore “Construction”. È possibile assumere che queste scelte siano dovute al differente livello di sviluppo delle economie dei paesi appartenenti a questa macroregione, che rendono questi settori sicuramente più profittevoli, poiché destinati a crescere, rispetto agli stessi settori in macroregioni che accolgono le economie più avanzate, dove i margini di crescita sono molto più ristretti.

Flussi geografici degli investimenti 2009-2013

Quello che emerge dalla comparazione del periodo 2009-2013 con il precedente, è il fatto che i fondi che precedentemente investivano in modo intensivo in Asia Pacific (China Investment Corporation, Government of Singapore Investment Corporation Ltd, Khazanah Nasional e Temasek Holdings) hanno indirizzato il loro interesse anche in Europa, diminuendo quindi il valore e il numero di investimenti nella propria macroregione di origine. Per esempio il fondo China Investment Corporation, nel periodo 2009-2013 ha impiegato il 36% del totale investito in Asia Pacific e il 20% in Europa, mentre nel periodo precedente aveva investito l'86% del valore dei suoi investimenti in Asia Pacific e nessuno in Europa. Anche il fondo Government of Singapore Investment Corporation Ltd risulta che nel periodo precedente, 2004-2008, ha investito prevalentemente nella regione Asia-Pacific (67%), mentre nel 2009-2013 il 37% indirizzando un 29 % in Europa.

I SWFs Asiatici si sono dimostrati rispetto agli altri fondi di altre macroregioni, i più pervasivi in termini geografici, spostando i propri capitali verso tutte le macroregioni. Coerentemente con i dati raccolti per il precedente periodo, il più alto numero di investimenti nella stessa macroregione rimane l'Asia Pacific, mentre North America e Europa sono rispettivamente la seconda e la terza regione più interessate dagli investimenti dei fondi Asiatici (GIC, Temasek Holdings, Khazanah Nasional Bhd, CIC, Korea Investment Corporation).

Questi fondi hanno quindi rivolto la propria attenzione ad altre macroregioni, le cui imprese sono divenute più appetibili rispetto al periodo precedente.

Nel caso dell'area geografica Latin America, tutti i deal presenti nel database riguardano l'acquisizione di pacchetti azionari di minoranza in imprese brasiliane:

I fondi Government of Singapore Investment Corporation e China Investment Corporation hanno investito in banche, il fondo Korea Investment Corporation in una compagnia di estrazione di materie prime mentre Temasek Holdings ha investito in una *web company* e in una società che si occupa di perfazioni su piattaforme offshore.

La region Sub-Saharan Africa ha a sua volta ricevuto l'attenzione dei fondi sovrani asiatici, ed è stata oggetto di 4 investimenti: Temasek Holdings ha fondato attraverso una joint venture, una banca, il CIC ha acquisito un quota di minoranza in una banca nello stato del Sud Africa, il fondo Government of Singapore Investment Corporation ha investito in Spar una società del settore "Wholesale and retail trade".

Gli investimenti in Asia-Pacific, Europa e North America seguono tutti la stessa linea, acquisizioni di quote di minoranza in un ampio insieme di settori, incluso il settore bancario, manifatturiero e delle costruzioni.

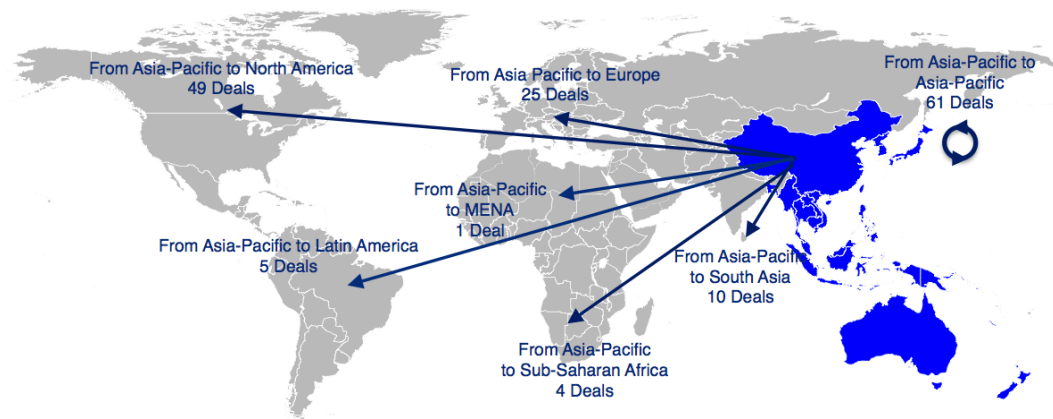


Figura 3.7 Flussi degli investimenti dalla macroregione Asia-Pacific, 2009-2013

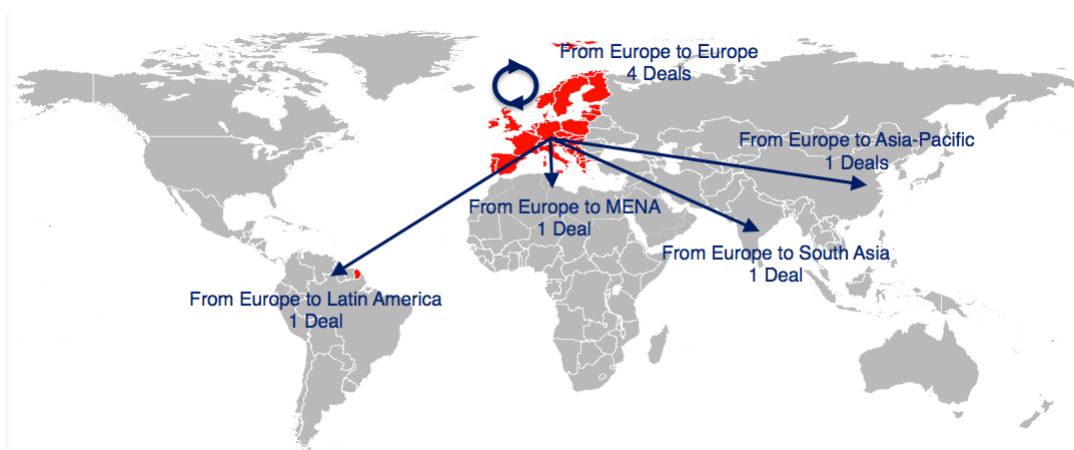


Figura 3.8 Flussi degli investimenti dalla macroregione Europa, 2009-2013

Il Government Pension Fund–Global (GPF) è stato il responsabile di tutti gli investimenti effettuati dall'Europa (escludendo l'attività dei SWFs pensione) e tutti questi riguardano acquisizioni di minoranza. Il GPF ha investito in una banca russa, in tre compagnie del settore manifatturiero (localizzate in Spagna e Danimarca), due imprese appartenenti al settore dei trasporti (una in Francia, una in Brasile) e in un'impresa turca del settore *wholesale*. L'ammontare totale del capitale investito dal fondo GPF è pari a 2.984 milioni di Euro.

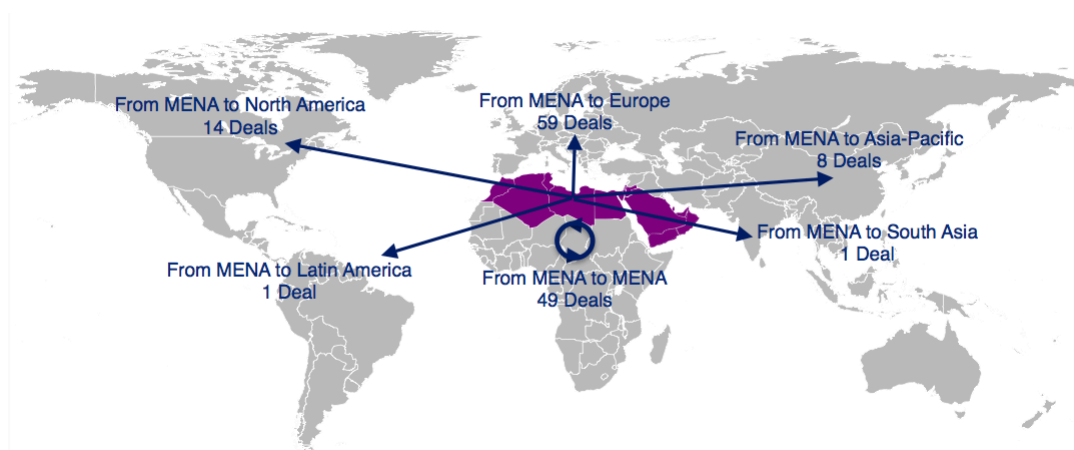


Figura 3.9 Flussi geografici degli investimenti dalla macroregione MENA, 2009-2013

I SWFs originari dell'area geografica MENA raggiungono con le loro attività d'investimento tutte le macroregioni. La regione in cui hanno investito di più è quella europea, oggetto di 59 deal. In particolare 17 di questi riguardano acquisizioni complete: tra questi 8 sono acquisizioni di imprese chimiche, una banca e due imprese appartenenti al settore manifatturiero. I rimanenti investimenti consistono nell'acquisizione di quote di minoranza in imprese afferenti a diverse *industry*.

Relativamente agli investimenti nella regione North America, il settore chimico è stato quello più interessante per i fondi dell'area MENA, acquisendo quote di minoranza, così come nelle imprese appartenenti alle altre *industry*, ad eccezione per queste ultime di 9 investimenti (su 14) che hanno invece riguardato 3 acquisizioni totali (un'impresa chimica, un produttore di petrolio e una compagnia di entertainment), e due riguardano la creazione di joint venture.

Gli investimenti fatti in Asia-Pacific sono coerenti con lo schema appena descritto per il North America e l'Europa.

I deal eseguiti in Latin America hanno per output l'acquisizione di una quota di minoranza in Banco Santander Brazil (il fondo responsabile dell'investimento è l'International Petroleum Investment Company), mentre nella regione South Asia il fondo Mubadala Development Company ha acquisito una quota di controllo in una società di costruzioni Maldiviana.

Per quanto riguarda invece gli investimenti effettuati nella regione MENA, il filo conduttore degli investimenti dei fondi arabi assume differenti caratteristiche: la maggior parte di questi deal riguardano il settore del settore finanziario (26 su 49) 13 di questi

riguardanti l'acquisizione di azioni di minoranza, 5 joint ventures e 7 acquisizioni totali. I deal rimanenti (23) non afferenti al settore finanziario comprendono diverse *industry*, settore "Costruction", "Primary Sector", "Transport" e 11 creazioni di *joint venture*.

La maggior parte degli investimenti ha riguardato l'acquisizione di quote di maggioranza, solo 5 infatti sono state 5 le acquisizioni di pacchetti di minoranza e 5 transazioni riguardano la creazione di joint venture. L'ammonatare totale del capitale investito da tutti i SWFs dell'area MENA è pari a 42.000 milioni di Euro, in Europa 23.667 milioni di Euro, in North America 2.706 milioni di Euro.

In sintesi, nel periodo di riferimento, i SWFs dell'area MENA hanno investito in maniera significativa per lo sviluppo delle imprese domestiche, investendo nella crescita del settore manifatturiero e non solo (attraverso la creazione di diverse *joint venture*) e supportando il sistema finanziario arabo.

3.2 Database delle performance finanziarie ed operative delle imprese target

Per procedere con l'analisi quantitativa, che ha lo scopo di studiare l'impatto dei SWFs sulle performance operative delle imprese target si è reso necessario costruire un secondo database che contenesse le informazioni sulle imprese target, necessarie per sviluppare l'analisi.

Il processo di raccolta dati si è articolato nei seguenti passi:

- Dal database *Zephyr* del Bureau Van Dijk, oltre alle voci necessarie per costruire il primo database sulle transazioni dei SWFs, sono stati ottenuti i codici ISIN delle imprese target quotate; quindi abbiamo effettuato la ricerca in *Zephyr* inserendo in una sola volta, nell'apposito strumento di ricerca avanzato fornito da *Zephyr*, tutti i codici ISIN disponibili
- Non è stato possibile acquisire attraverso il primo step della ricerca tutti i codici ISIN necessari per costruire un dataset corretto; quindi è stato necessario proseguire la raccolta dei codici ISIN rimanenti in *Worldscope Datastream*
- Successivamente, una volta trovati tutti i codici ISIN corrispondenti alle imprese

target quotate, abbiamo associato a questi le date delle transazioni corrispondenti, traendo le informazioni dal primo database costruito, utilizzando le “Completed Date” o “Assumed Completed Date” riportate nel primo database

- Il passo seguente è stato quello di calcolare le date necessarie ad ottenere una finestra temporale di 481 giorni per le performance finanziarie e una di 11 anni per le performance operative, centrate entrambe sulla data dell’investimento
- Una volta raccolti i dati necessari a condurre la ricerca, si è utilizzato uno strumento fornito da Worldscope Datastream che permette di ottenere i dati estratti in formato Excel, denominato “Request Table”. Grazie al “Request Table” è stato possibile costruire un’unica query, immettendo i codici ISIN delle target e le finestre temporali corrispondenti
- Infine sono stati specificati gli indicatori e i valori da acquisire in Worldscope Datastream, e la frequenza desiderata per ciascuno. Per ogni impresa target disponibile in Datastream, si sono acquisiti su base giornaliera i seguenti dati:
 - Ask Price
 - Bid Price
 - Book Value per Share
 - Dividend per Share
 - Dividend Yield
 - Earning per share
 - Enterprise Value
 - Market Capitalization
 - Market Value
 - Number of Shares
 - Price Index
 - Price-Earning Ratio
 - Stock Price

I dati presi su base annuale sono i seguenti:

- Capital Expenditures (CAPEX)
- Cash
- Current Assets
- Earning per Share
- Earning per Share

- Earning before Interests and Taxes (EBIT)
- Ebit and Depreciation (EBITDA)
- Free Cash Flow
- Net Sales or Revenues
- Net Tangible Asset
- Number of Employees
- Number of Shares
- Operating Income
- Return on Assets (ROA)
- Return on Equity (ROE)
- Return on Invested Capital (ROIC)
- Salaries (Payroll)
- Tangible Book Value per Share
- Total Assets
- Total Debt (Short Term e Long Term)
- Total Intangible Assets

Il risultato finale della ricerca è un dataset costruito con le variabili sopramenzionate per 448 imprese target per quanto riguarda le performance finanziarie, che si estendono in una finestra temporale di 481 giorni; mentre per le performance operative per le performance operative i dati si riferiscono a 241 società target in un orizzonte di 3, 5 o 7 anni.³³

³³ Il totale di 241 imprese target per le performance operative dipende dal fatto che nonostante queste fossero presenti nel database, i dati disponibili risultavano insufficienti, poiché mancanti, ai fini della costruzione del dataset utilizzato per le analisi che si svolgeranno nel presente lavoro.

4 Modello teorico

L'obiettivo del presente lavoro è quello di investigare se e come le performance operative delle imprese oggetto di acquisizione dei Sovereign Wealth Funds vengono impattate dalle caratteristiche degli stessi.

Come già descritto in precedenza, i SWFs rappresentano un fenomeno piuttosto articolato e ancora molto c'è da dire in proposito; in particolare l'ambito di analisi che rappresenta l'obiettivo della parte finale di questo lavoro è stato poco trattato ed esplorato. Infatti la maggior parte dei lavori esistenti si sono concentrati a valutare l'*asset allocation* dei SWFs, le loro preferenze d'investimento, il loro impatto a livello macro sui mercati finanziari globali; per quanto riguarda l'impatto dei SWFs sulle performance delle imprese target, le ricerche fino ad ora pubblicate seguono uno stesso filone prediligendo come ambito di analisi specifico la valutazione dell'impatto dei SWFs sul valore delle imprese target, sui relativi *cumulated abnormal return*, sull'impatto del *credit risk* delle stesse. Pochissimi studi, al momento, hanno considerato di valutare l'impatto sulle performance operative di medio periodo e di indagare quali ne siano le determinanti.

Allo scopo di raggiungere l'obiettivo di valutare l'impatto delle caratteristiche del fondo sovrano sulle performance operative delle imprese target, di seguito si procederà con una trattazione a livello teorico del lavoro che si andrà a svolgere.

Sviluppo delle ipotesi

La dimensione, in termini di *asset under management* dei Sovereign Wealth Funds e la loro rapida crescita nell'ultimo decennio, hanno suscitato un elevato interesse e un certo timore in quanto gli obiettivi e i loro comportamenti non sono completamente stati compresi. In particolare l'*ownership* di questi fondi, detenuta da governi stranieri,

accostata all'opacità che spesso accompagna la loro struttura organizzativa e le loro attività, rappresenta la maggiore preoccupazione nei paesi a cui appartengono le imprese target dei loro investimenti.

In generale l'impatto dei SWFs nelle imprese acquisite può essere collocato nella letteratura dei *large shareholders* (Holderness, 2003; Lins, 2003; Claessens, Djankov, Fan, e Lang, 2002; Shleifer e Vishny, 1997). I *large shareholders* (come gli investitori istituzionali) sono usualmente associati a risultati positivi delle performance d'impresa in quanto eserciterebbero un *monitoring* attivo e un effetto certificazione (Shleifer Vishny, 1986; Ferreira and Matos, 2008; Li Moshirian, Pham e Zein, 2006).

Non si può prescindere però, nel valutare l'impatto dei SWFs sulle performance delle imprese target, dalla loro natura governativa. Rispetto ad altre tipologie di investitori lo Stato è un azionista che più di altri può perseguire obiettivi diversi, oltre alla massimizzazione del valore d'impresa. Questi obiettivi possono includere ad esempio l'incremento o il mantenimento dell'occupazione, la fornitura di servizi ritenuti fondamentali per i cittadini (ad esempio *energy&utilities*) e agire con l'obiettivo di una redistribuzione della ricchezza

La letteratura evidenzia due fonti di problemi legati all'*ownership* governativa: interferenze politiche e conflitti di agenzia (Banerjee, 1997), inoltre molte evidenze empiriche suggeriscono che ad un *ownership* governativa sono associate performance finanziarie negative, inefficienze, e scarse doti manageriali (Dewenter and Malatesta, 2001; Djankov e Murrell, 2002; La Porta e Lopez-de-Silanes, 1999). La presenza dello Stato nell'azionariato delle imprese, attraverso veicoli d'investimento pubblici quali i SWFs, può quindi portare ad una non ottimale efficienza allocativa delle risorse dell'impresa; inoltre gli obiettivi di cui lo Stato può essere portatore, inducono lo stesso (e questo è tanto più vero quanto il controllo detenuto è maggiore) a effettuare scelte in contrasto con la massimizzazione del valore dell'impresa. Questa divergenza di obiettivi porterebbe al verificarsi di conflitti con il management e gli altri *shareholder*, e tutto ciò impatterebbe in modo negativo sulle performance operative dell'impresa. A questi elementi può aggiungersi anche un'incapacità di gestione dello stesso fondo da parte del governo che potrebbe rifletteresi in modo negativo anche sulle performance delle imprese target. Ad esempio vi sono casi di fondi sovrani gestiti dai governi in modo non adeguato, che hanno conseguito notevoli perdite che ne hanno definito la chiusura, come

è successo per il fondo di stabilizzazione dell'Ecuador e per il Petroleum Special Trust Fund nigeriano.³⁴

Gli SWFs essendo un'estensione dei propri governi potrebbero, inoltre, andando ad investire oltre i propri confini nazionali, perseguire degli obiettivi addizionali, o alternativi, a quelli di massimizzazione dei ritorni dei propri investimenti, come ad esempio il perseguimento di obiettivi politici e / o di tipo strategico.

Le considerazioni sopra riportate inducono ad ipotizzare che l'acquisizione di un SWFs in generale porterebbe ad un impatto negativo sulle performance delle imprese target, in quanto gli stessi non sarebbero interessati, in primo luogo, alla massimizzazione delle performance di medio-lungo periodo delle imprese target, ma piuttosto interessati ad utilizzare i loro investimenti per perseguire obiettivi divergenti.

Per queste considerazioni si formulano le seguenti ipotesi circa l'impatto dei SWFs sulle performance, operative in particolare, delle imprese acquisite.

Ipotesi 1: *l'acquisizione da parte di un SWF impatta negativamente sulle performance operative dell'impresa acquisita nel breve-medio periodo.*

All'aumentare della quota detenuta dal SWF, esso acquisisce un maggiore controllo sull'impresa acquisita. Tanto più è elevato il controllo detenuto tanto più il fondo sarà in grado di imporre le proprie decisioni nella *governance* dell'impresa, per perseguire obiettivi non in linea con la massimizzazione del valore dell'impresa. Quindi all'aumentare della quota, le motivazioni per cui si ritiene che l'acquisizione da parte di un SWF impatti negativamente sulle performance operative d'impresa vengono rafforzate.

Ipotesi 2: *all'aumentare della quota acquisita l'impatto negativo sulle performance operative nel breve-medio periodo viene amplificato.*

L'origine del fondo, trattata nel capitolo 1, paragrafo 1.4, può essere una determinante dell'andamento delle performance operative del fondo sovrano. I fondi *commodity*,³⁵ in

³⁴ Bertoni (2008)

³⁵ I SWFs *commodity* presenti nel dataset su cui sono state sviluppate le analisi sono tutti legati ai proventi del petrolio, e provengono prevalentemente dall'area MENA.

particolare quelli appartenenti all'area MENA (Middle East North Africa), in accordo con quanto riportato da Barbary e Chin (2009), e come mostrato anche dalle statistiche descrittive relative al database delle transazioni, trattate nel capitolo 3, tenderebbero a investire in settori, soprattutto all'estero, dai quali l'economia domestica può beneficiare tramite trasferimenti di *know-how* e nuove tecnologie. Le transazioni effettuate da questi fondi molto spesso riguardano la creazione di *joint venture*, le quali, portano a mitigare il rischio, e sono più efficaci per perseguire un trasferimento delle risorse, ad esempio di *know-how*. I fondi *commodity*, tenderebbero ad investire inoltre in imprese appartenenti a settori affini e correlati alla materia prima da cui derivano la ricchezza che investono. Quindi sono probabilmente più interessati, vista le peculiarità delle loro scelte di investimento, rispetto ai fondi *non commodity*, a far rendere il proprio investimento partecipando in modo attivo alla gestione, o comunque apportando all'impresa risorse sinergiche al business come l'apertura verso nuovi mercati o minori costi di approvvigionamento delle materie prime.

L'ipotesi che viene fatta in relazione all'origine del fondo sovrano è la seguente:

Ipotesi 4: l'acquisizione da parte di un SWF commodity ha un impatto positivo sulle performance operative dell'impresa nel medio periodo.

È stato già citato lungo la trattazione del presente lavoro ed in particolare nella sezione denominata "Dibattito sulla trasparenza", capitolo 1, paragrafo 1.6, il problema legato alla poca trasparenza di molti SWFs, che rafforza nell'opinione di molti, i timori legati al sospetto che i essi perseguano obiettivi di natura politica e strategica.

I fondi sovrani poco trasparenti hanno maggiori probabilità, celando i propri obiettivi tramite una maggiore opacità nelle loro attività di investimento, di espropriare gli azionisti di minoranza o in generale, le risorse dell'impresa, e / o di utilizzare i loro investimenti per fini politici o per favorire le proprie imprese nazionali (Leuz, Nanda, e Wysocki, 2003). Invece i fondi sovrani più trasparenti sono, teoricamente, quelli meglio strutturati in termini di *governance* e struttura organizzativa, dotati di un management professionale e ruoli ben definiti tra quest'ultimo e il governo che ha istituito il fondo³⁶; hanno quindi più probabilità di essere ritenuti responsabili per le loro prestazioni di

³⁶L'indice di trasparenza costruito da Truman (2008) è costituito, come già descritto in precedenza da quattro sezioni; una di queste, denominata *governance*, misura proprio questi elementi.

investimento, sia agli occhi dei propri cittadini che delle imprese in cui investono. Ciò suggerisce che possano essere più incentivati a prendere migliori decisioni di investimento e ad intensificare gli sforzi per massimizzare il valore d'impresa (Shleifer e Vishny, 1997). Quindi si può ipotizzare che gli obiettivi di investimento dei SWFs e il loro impatto sul valore dell'impresa possano essere legati al grado di trasparenza.

Queste considerazioni portano a formulare la seguente ipotesi:

Ipotesi 4: SWFs meno trasparenti hanno un impatto negativo sulle performance operative nel breve-medio periodo delle imprese in cui investono.

Valutando l'impatto dei SWFs sulle imprese target anche e soprattutto in un'ottica internazionale il quadro di analisi diventa ancora più complesso.

I SWFs potrebbero, come anticipato, espropriare ricchezza agli azionisti di minoranza delle imprese target *cross-border*, trasferendo gli asset dell'impresa al di fuori del paese di appartenenza della stessa utilizzando la loro posizione di *large shareholder* (Shleifer e Vishny, 1997; Johnson, La Porta; Lopez-de-Silanes, e Shleifer, 2000).

Infatti l'acquisizione di partecipazioni in imprese *cross-border* da parte di questi fondi può diventare più problematica, rispetto agli investimenti degli stessi in imprese domestiche, in quanto potrebbe essere associata con maggiore probabilità alla possibilità che i SWFs perseguano obiettivi di tipo politico e strategico, che contrasterebbero con quelli di massimizzazione del profitto delle imprese investite.

I SWFs potrebbero investire in imprese di determinati Paesi per ottenere concessioni di natura politica, ad esempio: *“la State Administration of Foreign Exchange (SAFE) cinese ha acquistato 300 milioni di dollari di obbligazioni del Costa Rica (oltre ad aver elargito 150 milioni di dollari di aiuti svincolati) a condizione che il Costa Rica passasse dal riconoscimento di Taiwan al riconoscimento del governo di Pechino. Il Costa Rica ha rispettato tale condizionalità”*.³⁷

Ancora i SWFs potrebbero rappresentare una minaccia per i Paesi *host* e quindi influire negativamente sulle performance delle imprese acquisite (poiché non interessati alla profittabilità e alla crescita dell'impresa) attraverso l'acquisto di partecipazioni in società

³⁷ Drezner D.W., *Fondi sovrani e potere economico nella politica mondiale*, in Osservatorio Monetario, 2008 e *Rapporto d'informazione sur les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses, Assemblée Nationale*, giugno 2008.

operanti in settori strategici, come ad esempio il settore tecnologico, finanziario ed energetico con lo scopo di trasferire *know-how* tecnologico (*catching up* tecnologico) dai Paesi sviluppati ai Paesi in cui hanno sede i SWFs (Bertoni 2008), per accelerarne il processo di apprendimento; questa pratica, seppur fatta entro i confini del lecito (in particolare nel rispetto dei diritti di proprietà intellettuale) nuocerebbe alle imprese vittime di queste pratiche in termini di concorrenza. Inoltre i SWFs potrebbero avere come obiettivo l'accesso a risorse naturali presenti sul territorio dei Paesi destinatari dell'investimento (Bassan 2008). Tutto ciò può generare problemi di sicurezza nazionale e c'è una maggiore probabilità che questo possa essere vero se le acquisizioni sono rivolte ad imprese appartenenti a settori *politically sensitive* come difesa, *hi-tech*, infrastrutture pubbliche o settore finanziario; a tal proposito Gilson e Milhaupt C. J. (2008) scrivono: “*...national security concerns anchor one end of a continuum of issues concerning when the interests of a foreign government may differ from those of an ordinary shareholder. To illustrate the point, critics of the Abu Dhabi investment in AMD expressed concern about industrial espionage, not just national security. Similarly, consider SWFs rapid infusion of capital into U.S. commercial and investment banks in the wake of the subprime writedowns*”.

I SWFs, in quanto estensione dei propri governi potrebbero inoltre “*promuovere i propri campioni nazionali a scapito delle aziende dei paesi in cui investono, indebolendo con pratiche lecite e non, la concorrenza. Il fine dell'acquisizione o dell'investimento in aziende di altri paesi potrebbe essere quello di indebolirle o controllarle allo scopo di rafforzare le proprie aziende pubbliche per trasformarle da campioni nazionali statali in globali, possibilmente dotati di poteri monopolistici*”.³⁸

L'acquisizione di partecipazioni in imprese *cross-border* da parte di questi fondi, diventa quindi ancora più problematica, perché alla possibile incapacità e scarsa efficienza dello Stato come *shareholder*, si associa la possibilità che i SWFs rappresentino delle minacce sia per le imprese target e le loro performance, che per i paesi di appartenenza delle stesse.

L'acquisizione di quote azionarie nelle imprese *cross-border* infatti è un possibile modo con cui i SWFs possono influenzare le scelte politiche dei Paesi riceventi.

³⁸ Quadrio Curzio e Miceli (2009).

Tutti gli effetti ipotizzati fino ad ora vengono rafforzati per le acquisizioni *cross-border*, in quanto è proprio la dimensione internazionale degli investimenti dei SWFs che preoccupa maggiormente, in quanto è proprio nelle acquisizioni di imprese estere, che emerge la possibilità che essi siano guidati da obiettivi di natura strategica e / o politica.

***Ipotesi 5:** l'impatto negativo dei SWFs sulle performance delle imprese target, dovuti agli effetti descritti nelle ipotesi precedentemente formulate, è amplificato quando le imprese acquisite sono cross-border.*

5 Analisi econometrica

5.1 Descrizione del dataset

Il dataset utilizzato per le analisi è il risultato di un'estrazione dal database delle performance operative (capitolo 3, paragrafo 3.3). Infatti dopo aver raccolto i dati per 241 imprese target si è costruito il dataset delle osservazioni su cui poter effettuare le analisi econometriche. La forma assunta dal dataset è quella di un panel di dati.

Un panel di dati è formato da osservazioni indicate con y_{it} e x_{it} , dove $i = 1, 2, \dots, N$ indica il numero di individui e $t = 1, 2, \dots, T$ indica il numero di periodi.

I dati in formato panel combinano le informazioni relative alle caratteristiche di N individui nello stesso istante temporale con quelle rilevate per gli stessi individui in T diversi periodi di tempo. Nei modelli di tipo panel i dati disponibili hanno entrambe le caratteristiche di:

- Dati Cross Section: per un dato istante sono osservate le caratteristiche di più individui
- Dati Time Series: per un dato insieme di individui sono rilevate le diverse caratteristiche in diversi istanti

Le acquisizioni presenti nel dataset sono gli individui del panel, mentre i periodi sono gli anni per i quali sono presenti i dati delle performance delle imprese target. Per ogni acquisizione infatti è presente una profondità temporale delle informazioni relative ad essa, che possono estendersi per 3, 2 o 1 anno prima e dopo l'anno stesso in cui si è verificata l'acquisizione.

Il panel è quindi di tipo *unbalanced* poiché non tutte le N*T osservazioni sono disponibili.⁵⁶

Di seguito si riportano dati di sintesi relativi rispettivamente al numero di acquisizioni presenti nel dataset per ciascun fondo e per ciascun anno.

I fondi presenti nel dataset sono 23 e i dati relativi ad essi (nome, paese di origine, numero di osservazioni presenti nel dataset) sono riportati nella tabella seguente:

SWF	Paese	Numero di osservazioni nel dataset
Abu Dhabi Investment Authority	United Arab Emirates	1
Caisse de Dépôt et Placement du Québec	Canada	32
California Public Employees Retirement System	United States	1
Canada Pension Plan Investment Board	Canada	6
China Investment Corporation	China	8
China National Social Security Fund	China	2
Dubai International Capital LLC	United Arab Emirates	6
Government of Singapore Investment Corporation	Singapore	50
Government Pension Fund - Global	Norvegia	5
Guardians of New Zealand Superannuation Fund	Nuova Zelanda	1
International Petroleum Investment Company	United Arab Emirates	8
Investment Corporation of Dubai	United Arab Emirates	3
Istithmar PJSC	United Arab Emirates	5
Khazanah Nasional Bhd	Malesia	13
Korea Investment Corporation	South Korea	3
Kuwait Investment Authority	Kuwait	4
Lybian Investment Authority	Lybia	2
Mubadala Development Company Pjsc	United Arab Emirates	2
The National Pensions Reserve Fund	Ireland	2
Qatar Investment Authority	Qatar	10
Saudi Arabian Monetary Agency	Saudi Arabia	1
Stichting Pensioenfond ABP	Netherlands	30
Temasek Holdings Pte Ltd	Singapore	40
TOTALE		241

Tabella 5.1 Numero di transazioni, per SWF, presenti nel dataset utilizzato per le analisi econometriche

⁵⁶ Non è stato possibile ottenere un panel bilanciato a causa della non completa disponibilità delle informazioni nel database utilizzato come fonte per l'estrazione dei dati, Worldscope Datastream. Per non ridurre sensibilmente la dimensione del dataset si è preferito quindi utilizzare tutte le transazioni per le quali erano disponibili informazioni sulle performance almeno per un anno prima e un anno dopo l'anno dell'acquisizione.

Le acquisizioni vanno dal 1999 al 2012, le informazioni disponibili dal 1998 al 2013.

Anno	Numero anni nel dataset
1999	1
2000	1
2001	4
2002	3
2003	11
2004	16
2005	25
2006	17
2007	27
2008	35
2009	26
2010	22
2011	21
2012	32
TOTALE	241

Tabella 5.2 Numero di transazioni, per anno, presenti nel dataset utilizzato per le analisi econometriche

Per ciascuna acquisizione sono state selezionate le variabili di performance ritenute più significative e a queste sono state aggiunte delle caratteristiche proprie del fondo sovrano e ulteriori relative alla transazione stessa.

Le informazioni contenute nel dataset sono riportate nella tabella seguente:

Variabile	Tipo variabile
Acquisizione	Esplicativa
ROE	Dipendente
ROIC	Dipendente
Sales	Dipendente
Total Assets	Controllo, Time Variant
Target world region	Controllo
Target mayor sector	Controllo
SWF world region	Controllo
Quota	Esplicativa
Many investor case	Informativa
Nome SWF	Informativa
Tipologia	Informativa

Categoria fondo	Esplicativa
Experience	Controllo, Time Variant
Trasparenza Linaburg-Maduell Index	Esplicativa
Trasparenza Truman Scoreboard	Esplicativa
Cross-border	Esplicativa
Distanza culturale	Esplicativa
Distanza Istituzionale	Esplicativa
Distanza Geografica	Esplicativa

Tabella 5.3 Riassunto delle informazioni contenute nel dataset utilizzato per le analisi econometriche

Il numero di transazioni su cui sono state effettuate le analisi è inferiore a 241, in quanto alcune transazioni che si riferiscono a deal che coinvolgono più investitori oltre al SWF sono state eliminate.⁵⁷

5.2 Variabili

5.2.1 Dipendenti

La variabile dipendente che viene utilizzata nel modello è la performance operativa. Come *proxi* delle performance operative verranno utilizzate tre variabili:

- Tasso di crescita delle vendite (denominato nel modello econometrico *SalesGrowth*)
- Return on Invested Capital (denominato nel modello econometrico *ROIC*)
- Return on Equity (denominato nel modello econometrico *ROE*)

Il tasso di crescita delle vendite deriva dalla variabile *Sales*⁵⁸, calcolandone il logaritmo naturale. Il tasso di crescita delle vendite fornisce una proiezione del tasso di crescita dell'impresa.

⁵⁷ A questo proposito è stata costruita la variabile *ManyInvestorCase* che segnala i casi in cui si verifica il caso di una transazione, la cui quota riportata dal dataset si riferisce al caso di più investitori. questa è stata costruita sotto forma di *dummy*, vale 1 se l'acquisizione coinvolge più investitori, tra cui il fondo, e 0 se invece l'acquisizione è stata fatta solo dal fondo. Nel caso in cui la variabile *ManyInvestorCase* vale 1, la quota presente nel dataset non corrisponde alla reale quota acquisita dal fondo ma ad una somma delle quote acquisite dai diversi investitori coinvolti, è non quindi possibile per queste transazioni ottenere un'informazione certa circa la reale quota detenuta dal SWF; si è reso quindi necessario eliminare queste transazioni in quanto indebolirebbero i risultati relativi alla variabile esplicativa relativa alla quota.

⁵⁸ La variabile *Sales* è estratta come spiegato in precedenza, dal database delle performance delle imprese target (capitolo 3 paragrafo 3.3).

Il Return on Invested Capital (ROIC), è un indicatore di redditività, misura la capacità dell'impresa di generare profitto, mantenerlo e incrementarlo nel tempo.

Il ROIC viene definito come:

$$ROIC = \frac{Operating\ Income_t * (1 - tax\ rate)}{Book\ Value\ of\ Invested\ Capital_{t-1}}$$

Il ROE, è un indicatore di sintesi della redditività di un'impresa, e viene definito come

$$ROE_t = \frac{Net\ Income_t}{Book\ Value\ of\ Equity_{t-1}}$$

e rappresenta la remunerazione percentuale del capitale di pertinenza degli azionisti, misura la profittabilità dell'impresa, risultante dalla gestione operativa, finanziaria, straordinaria e fiscale.⁵⁹

5.2.2 Esplicative

Per ogni transazione contenuta nel dataset, si ha una finestra temporale che può essere di 7, 5 o 3 anni, nella quale l'anno centrale rappresenta quello in cui è avvenuta l'acquisizione. La variabile denominata *Acquisizione*, viene utilizzata per testare l'ipotesi 1, formulata nel capitolo 4, ed è una variabile di tipo *time variant*, è una variabile *dummy* che vale 0 se l'acquisizione non è ancora avvenuta (quindi negli anni precedenti all'acquisizione), e vale 1 dagli anni dell'acquisizione in poi.

Nel modello è stata utilizzata come *proxi* la variabile *Acquisizione*, ritardandola di un anno. Il ritardo è stato inserito in quanto gli effetti che si vogliono cogliere emergono, con un certo ritardo temporale.

La variabile denominata *Quota* è stata costruita prendendo le informazioni dal database delle transazioni, è una variabile espressa in percentuale e può quindi assumere valori compresi tra 0 e 100.

La variabile utilizzata per testare l'ipotesi 4, formulata in sede di sviluppo delle ipotesi (capitolo 4), denominata *Commodity* nel modello, è una *dummy* che indica l'origine della

⁵⁹ Nel modello utilizzato, tra le variabili esplicative viene utilizzata la misura di performance ritardata di un anno, per verificare l'esistenza di un processo autoregressivo, e cioè che la performance all'anno t sia con maggior probabilità positiva se lo è stata positiva anche l'anno precedente.

ricchezza da cui il SWF trae le proprie risorse: vale 1 se il fondo sovrano ha origine *commodity*, vale 0 se il fondo è classificato come *non commodity*. I SWFs *commodity* presenti nel dataset su cui sono state sviluppate le analisi sono tutti legati ai proventi del petrolio.

La variabile trasparenza, denominata nel modello, *TrasparenzaTruman* corrisponde al valore dell'indice di trasparenza di Truman, aggiornato al 2012 (Truman (2013)). La variabile *TrasparenzaTruman* serve a testare l'ipotesi 4. Nel dataset è presente anche il valore dell'indice Linaburg-Maduell, ma si è preferito utilizzare quello di Truman, in quanto disponibile anche per i SWFs pensione.

La variabile che indica una transazione *cross-border*, denominata nel modello *CrossBorder*, indica se l'impresa target si trova oltre i confini nazionali del paese a cui il fondo appartiene. La variabile *CrossBorder* è quindi una variabile *dummy*, che vale 1 in caso di transazione *cross-border*, 0 nel caso di transazione che riguarda imprese domestiche. È stata costruita, traendo le informazioni necessarie dal database delle transazioni, confrontando i codici ISO del paese di origine della target e del fondo. La variabile *CrossBorder* viene utilizzata come variabile dicotomica per creare due *subsample* al fine di testare l'ipotesi 5, formulata nel capitolo 4.

5.2.3 Controlli

Nel modello sono state inserite delle variabili di controllo per depurare i risultati da eventuali fattori endogeni, queste variabili di controllo sono descritte qui di seguito.

Per tenere in considerazione la dimensione delle imprese acquisite è stato utilizzato il valore contabile *total assets* che rappresenta una dimensione dell'impresa. Questa variabile è stata prima standardizzata in modo che i coefficienti non risentano delle unità di misura utilizzate, cosa che rende più facile i confronti tra le diverse variabili. La variabile standardizzata viene poi utilizzata nel modello ritardata di un anno. Nel modello la variabile in questione compare come *DimensioneTarget*, per limitare il fenomeno dell'endogeneità.

Nel dataset sono presenti, associati ad ogni impresa target oggetto di acquisizione i settori merceologici a cui la target appartiene provengono dal database delle transazioni, precedentemente descritto nel capitolo relativo. Questa variabile di controllo inserita nel modello permette di controllare eventuali effetti sulle performance dell'impresa relativi

all'andamento del settore di appartenenza dell'impresa. Al fine di facilitare l'analisi econometrica è stato deciso di compattare i dati, e per effettuare le regressioni i settori di appartenenza delle imprese target sono stati raggruppati in classi, in particolare si è scelto di raggruppare in tre settori: primario, secondario e terziario. La variabile utilizzata come *proxi* nel modello è denominata *SettoreTarget*.

È stato necessario prevedere un controllo per la regione geografica in cui è localizzata l'impresa target; in particolare si è deciso di raggruppare le aree geografiche in macroregioni, in accordo con la distinzione utilizzata nel paragrafo relativo alle statistiche descrittive (3.1). Le macroregioni sono:

- Europa
- North America
- Middle East North Africa (MENA)
- Asia-Pacific
- South-Asia
- Latin America

La variabile del modello utilizzata come *proxi* è denominata *MacroregioneTarget*.

È stato previsto anche un controllo per la regione geografica di appartenenza del paese di origine dei SWFs. La suddivisione in macroaree è analoga a quella per macroregione delle target; le macroregioni di appartenenza dei SWFs presenti nel dataset sono quattro:

- Europa
- North America
- Middle East and North Africa (MENA)
- Asia-Pacific

Nel modello la variabile è denominata *MacroregioneSWF*.

Al fine di controllare il ciclo economico sono state previste nel modello delle *dummy* temporali. Il controllo è effettuato per ognuno degli anni presenti nel dataset che si estende dal 1997 al 2013. La variabile utilizzata come *proxi* per il controllo nel modello viene denominata *Anni*.

Un aspetto rilevante che non poteva essere tralasciato nella costruzione del modello è la considerazione di un eventuale impatto sulla variabile dipendente del livello di esperienza del fondo in termini di numero acquisizioni fatte fino all'anno in cui si è verificata la transazione. L'esperienza per ciascun fondo, per ogni anno, è stata calcolata considerando tutte i deal presenti nel database delle transazioni, relative al fondo che effettua

l'acquisizione, fino all'anno in cui ha acquisito l'impresa target dell'osservazione in questione. La variabile nel modello è stata inserita con un ritardo di un anno e viene denominata nel modello *EsperienzaSWF*.

5.3 Modello e metodi di stima

5.3.1 Regressioni

Al fine di valutare l'impatto sulle performance dell'impresa target, delle variabili esplicative descritte nella sezione 5.2, la regressione utilizzata è la seguente:

$$\begin{aligned}
 &Target\ Firm\ Performance_d^t \\
 &= \alpha + \beta_1 Target\ Firm\ Performance_d^{t-1} \\
 &+ \beta_2 Acquisizione_d^{t-1} + \beta_3 Quota_d^t + \beta_4 CrossBorder_d^t \\
 &+ \beta_5 Commodity_d^t + \beta_6 TrasparenzaTruman_d^t \\
 &+ \beta_7 Controlli_d + \epsilon_d^t
 \end{aligned}$$

Modello 1: Equazione di regressione per le analisi su intero campione

dove d rappresenta il deal, t è l'anno dell'acquisizione, $t-1$ si riferisce al ritardo della variabile in questione. Successivamente il dataset delle analisi verrà suddiviso in due sotto campioni al fine di valutare un possibile differente impatto degli investimenti dei SWFs sulle performance delle imprese target *cross-border* rispetto a quelle delle imprese domestiche.

A tale scopo il modello utilizzato è il medesimo, escludendo la variabile *CrossBorder* tra le esplicative utilizzandola come variabile dicotomica per creare i due sotto campioni.

$$\begin{aligned}
 &Target\ Firm\ Performance_{d,c}^t \\
 &= \alpha + \beta_1 Target\ Firm\ Performance_{d,c}^{t-1} \\
 &+ \beta_1 Acquisizione_{d,c}^{t-1} + \beta_2 Quota_{d,c}^t + \beta_3 Commodity_{d,c}^t \\
 &+ \beta_4 TrasparenzaTruman_{d,c}^t + \beta_5 Controlli_{d,c} + \epsilon_d^t
 \end{aligned}$$

Modello 2: Equazione di regressione per le analisi per sotto campioni

dove d rappresenta il deal, t è l'anno dell'acquisizione, $t-1$ si riferisce al ritardo della variabile, e c può assumere il valore 1, che indica un'acquisizione *cross-border*, o 0, che indica una transazione domestica.

5.3.2 Metodo di stima

Per valutare se e come le variabili esplicative impattano sulle performance delle imprese target, sono state utilizzate diverse misure di performance al tempo t come variabile dipendente, come descritto nel sotto paragrafo 5.2.1.

La stima ha come scopo quella di valutare l'impatto delle variabili esplicative, quantificando i parametri non noti delle stesse, per verificare e quantificare una relazione causale tra la variabile dipendente e le variabili esplicative.

Visto che il dataset utilizzato per le analisi assume la forma di un panel dinamico, potrebbe presentarsi un problema di endogeneità dovuto ad una correlazione tra le variabili esplicative e l'errore.

Per mitigare il rischio di incorrere nel fenomeno di endogeneità è stato quindi necessario adottare tecniche che tengano conto in modo esplicito della possibilità del verificarsi della stessa.

A questo proposito si è utilizzato l'approccio GMM-SYS suggerito da Blundell e Bond (1991) e Arellano e Bover (1995). Lo stimatore GMM-SYS prevede l'utilizzo di due tipologie di equazioni: aggiunge l'equazione originale al sistema di equazioni alle prime differenze, generando condizioni ai momenti addizionali. Nel sistema di equazioni le variabili predeterminate ed endogene nell'equazione base sono strumentate con i ritardi delle loro prime differenze, e sono validi strumenti se si fornisce evidenza dell'assenza di correlazione seriale nelle componenti *time variant* del termine di errore. In panel dinamici lo stimatore combina le condizioni ai momenti dell'equazione ai livelli, con le condizioni ai momenti dell'equazione alle prime differenze.

Lo stimatore GMM-SYS ha due varianti, one-step e two-step; quest'ultima incrementa l'efficienza della stima rispetto alla procedura one-step, in quanto il two-step pesa le condizioni ai momenti sulla base di stime consistenti della matrice di covarianze degli stessi (Arellano e Bond, 1991; Blundell e Bond, 1998). Nel presente lavoro è stato usato lo stimatore two-step, e, al fine di controllare per l'endogeneità, sono state strumentate le variabili *DimensioneTarget* e la misura di performance ritardata. Come strumenti esogeni sono state utilizzate le variabili *MacroregioneTarget*, *SettoreTarget*.

Nell'analisi vengono poi eseguiti dei test specifici per lo stimatore GMM-SYS per valutare la correttezza delle stime ottenute: test di autocorrelazione degli errori, test di Sargan, test di Hansen al fine di testare la validità degli strumenti utilizzati.

5.4 Analisi dei campioni

In questo paragrafo sono presentate alcune statistiche descrittive (numero, media, deviazione standard, minimo e massimo) che caratterizzano le osservazioni contenute nei modelli e le tabelle di correlazione relative alle variabili dipendenti ed esplicative utilizzate nell'analisi sull'intero campione (Modello 1) e nell'analisi per sotto campioni (Modello 2). Rispetto al dataset contenente le 241 transazioni, i campioni selezionati per le analisi sono meno numerosi in quanto, alcune transazioni in cui sono coinvolti più investitori, oltre al fondo sovrano, non riportano il valore esatto della quota detenuta dal SWF, ma una somma delle quote acquisite dai diversi investitori coinvolti; quindi se inserite nell'analisi potrebbero portare a risultati fuorvianti per la variabile *Quota*. Nelle analisi sono coinvolti sia i SWFs veri e propri che quelli definiti SWFs pensione.⁶⁰

5.4.1 Statistiche descrittive

Le tabelle seguenti mostrano dati di sintesi relativamente alle statistiche descrittive dei campioni utilizzati nelle analisi. Viene presentata una tabella per ogni variabile dipendente, in quanto il numero di osservazioni disponibili per ciascuna varia leggermente. Le tabelle che riassumono le statistiche descrittive sono state inoltre suddivise tra quelle riferite al campione intero (Modello 1), e quelle riferite all'analisi per sotto campioni.

La tabella seguente riassume per ciascuna variabile dipendente, per ciascun campione, il numero di transazioni utilizzate per le analisi econometriche:

	<i>SalesGrowth</i>	<i>ROIC</i>	<i>ROE</i>
Intero campione	158	161	161
Sotto campione <i>cross-border</i>	106	106	106
Sotto campione domestiche	52	55	55

Tabella 5.4: Tabella di sintesi del numero di transazioni utilizzate per le analisi econometriche

⁶⁰ Secondo la classificazione di Truman (2008).

Intero campione

Le tabelle seguenti riportano le statistiche descrittive relative alle analisi econometriche effettuate sull'intero campione di transazioni (*cross-border* più domestiche). Ciascuna tabella si riferisce ad ogni variabile dipendente utilizzata come *proxi* delle performance operative (*SalesGrowth*, *ROIC*, *ROE*). In particolare le tabelle riportano per ciascun campione, il numero di osservazioni, la media, la deviazione standard, valore minimo e valore massimo.

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>SalesGrowth</i>	755	13.243	2.240	6.569	19.706
<i>Acquisizione</i>	755	0.705	0.455	0	1
<i>Quota</i>	755	9.992	10.378	0.51	100
<i>Commodity</i>	755	0.153	0.470	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	755	71.050	0.360	17	98
<i>CrossBorder</i>	755	0.670	0.670	0	1
<i>DimensioneTarget</i>	755	-0.147	0.381	-0.255	3.989
<i>EsperienzaSWF</i>	755	41.803	30.482	0	128

Tabella 5.5 Statistiche descrittive della variabile dipendente *SalesGrowth* e delle variabili esplicative

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROIC</i>	761	5.139	17.632	-126.2	188.8
<i>Acquisizione</i>	761	0.716	0.450	0	1
<i>Quota</i>	761	9.898	10.224	0.51	100
<i>Commodity</i>	761	0.151	0.358	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	761	71.455	19.704	17	98
<i>CrossBorder</i>	761	0.650	0.477	0	1
<i>DimensioneTarget</i>	761	-0.149	0.379	-0.255	3.989
<i>EsperienzaSWF</i>	761	42.210	30.270	0	128

Tabella 5.6 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROIC e delle variabili esplicative

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROE</i>	763	5.768	28.210	-258.18	207.22
<i>Acquisizione</i>	763	0.716	0.450	0	1
<i>Quota</i>	763	9.855	10.190	0.51	100
<i>Commodity</i>	763	0.148	0.355	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	763	71.306	19.714	17	98
<i>CrossBorder</i>	763	0.650	0.477	0	1
<i>DimensioneTarget</i>	763	-0.149	0.379	-0.255	3.989
<i>EsperienzaSWF</i>	763	42.306	30.414	0	128

Tabella 5.7 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROE e delle variabili esplicative

Sotto campioni

Le tabelle seguenti riportano le statistiche descrittive relative alle analisi econometriche effettuate sui due sotto campioni, sotto campione *cross-border* e sotto campione domestiche. Ciascuna tabella si riferisce ad ogni variabile dipendente utilizzata come *proxi* delle performance operative (*SalesGrowth*, *ROIC*, *ROE*). In particolare le tabelle riportano per ciascun campione, il numero di osservazioni, la media, la deviazione standard, valore minimo e valore massimo.

Cross-border

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>SalesGrowth</i>	506	13.381	2.220	6.569	19.706
<i>Acquisizione</i>	506	0.707	0.455	0	1
<i>Quota</i>	506	7.900	8.618	0.51	100
<i>Commodity</i>	506	0.177	0.382	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	506	69.079	17.533	17	98
<i>DimensioneTarget</i>	506	-0.133	0.444	-0.255	3.989
<i>EsperienzaSWF</i>	506	42.586	29.446	0	128

Tabella 5.8 Statistiche descrittive della variabile dipendente *SalesGrowth* e delle variabili esplicative, sotto campione *cross-border*

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROIC</i>	495	6.294	17.486	-96.11	188.8
<i>Acquisizione</i>	495	0.713	0.452	0	1
<i>Quota</i>	495	7.819	8.454	0.51	100
<i>Commodity</i>	495	0.179	0.384	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	495	68.905	17.602	17	98
<i>DimensioneTarget</i>	495	-0.131	0.448	-0.255	3.989
<i>EsperienzaSWF</i>	495	42.973	29.261	0	121

Tabella 5.9 Statistiche descrittive della variabile dipendente *ROIC* e delle variabili esplicative, sotto campione cross-border

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROE</i>	400	5.821	29.548	-258.18	78.45
<i>Acquisizione</i>	400	0.8325	0.373	0	1
<i>Quota</i>	400	7.536	7.432	0.51	100
<i>Commodity</i>	400	0.165	0.371	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	400	69.215	17.218	17	98
<i>DimensioneTarget</i>	400	-0.129	0.462	-0.255	3.989
<i>EsperienzaSWF</i>	400	45.825	29.062	0	128

Tabella 5.10 Statistiche descrittive della variabile dipendente *ROE* e delle variabili esplicative, sotto campione cross-border

Domestiche

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>SalesGrowth</i>	249	12.963	2.257	6.678	17.429
<i>Acquisizione</i>	249	0.702	0.457	0	1
<i>Quota</i>	249	14.243	12.212	2.260	71.370
<i>Commodity</i>	249	0.104	0.306	0	1
<i>Trasparenza Truman</i>	249	75.056	22.761	17	93
<i>Dimensione Target</i>	249	-0.176	0.198	-0.255	0.825
<i>Esperienza SWF</i>	249	40.212	32.49	0	128

Tabella 5.11 Statistiche descrittive della variabile dipendente *SalesGrowth* e delle variabili esplicative, sotto campione domestiche

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROIC</i>	266	2.991	17.733	-126.200	39.71
<i>Acquisizione</i>	266	0.714	0.452	0	1
<i>Quota</i>	266	13.766	11.978	0.6	71.37
<i>Commodity</i>	266	0.097	0.297	0	1
<i>Trasparenza Truman</i>	266	76.203	22.386	17	93
<i>Dimensione Target</i>	266	-0.182	0.192	-0.255	0.825
<i>Esperienza SWF</i>	266	40.789	32.071	0	128

Tabella 5.12 Statistiche descrittive della variabile dipendente *ROIC* e delle variabili esplicative, sotto campione domestiche

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROE</i>	267	3.584	23.888	-149.70	55.06
<i>Acquisizione</i>	267	0.715	0.452	0	1
<i>Quota</i>	267	13.783	11.965	0.6	71.37
<i>Commodity</i>	267	0.0973	0.297	0	1
<i>TrasparenzaTruman</i>	267	76.235	22.351	17	93
<i>DimensioneTarget</i>	267	-0.182	0.192	-0.255	0.825
<i>EsperienzaSWF</i>	267	40.831	32.018	0	128

Tabella 5.13 Statistiche descrittive della variabile dipendente *ROE* e delle variabili esplicative, sotto campione domestiche

5.4.2 Correlazioni

In questo sotto paragrafo vengono presentate le tabelle di correlazione per le variabili dipendenti ed esplicative utilizzate nelle regressioni, sia per quelle eseguite sull'intero campione sia per quelle eseguite per l'analisi per sotto campioni (*cross-border* e domestiche).

Intero Campione

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)
1) <i>SalesGrowth</i>	1.000							
2) <i>Acquisizione</i>	0.072	1.000						
3) <i>Quota</i>	-0.148	0.001	1.000					
4) <i>Commodity</i>	0.212	0.003	0.076	1.000				
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.211	0.000	-0.078	-0.628	1.000			
6) <i>CrossBorder</i>	0.159	0.000	-0.213	0.094	-0.136	1.000		
7) <i>DimensioneTarget</i>	0.399	0.026	-0.094	0.058	-0.111	0.083	1.000	
8) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.064	0.378	-0.030	-0.330	0.210	0.081	0.046	1.000

Tabella 5.14 Correlazioni tra le variabili della regressione con variabile dipendente *SalesGrowth*

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)
1) <i>ROIC</i>	1.000							
2) <i>Acquisizione</i>	0.068	1.000						
3) <i>Quota</i>	0.095	0.008	1.000					
4) <i>Commodity</i>	0.023	0.015	0.030	1.000				
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	0.133	0.013	0.050	0.585	1.000			
6) <i>CrossBorder</i>	0.089	0.001	0.277	0.109	0.176	1.000		
7) <i>DimensioneTarget</i>	0.002	0.010	0.051	0.027	0.069	0.063	1.000	
8) <i>EsperienzaSWF</i>	0.100	0.360	0.091	0.320	0.169	0.034	0.082	1.000

Tabella 5.15 Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROIC

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)
1) <i>ROE</i>	1.000							
2) <i>Acquisizione</i>	-0.044	1.000						
3) <i>Quota</i>	-0.091	0.002	1.000					
4) <i>Commodity</i>	-0.026	0.008	0.023	1.000				
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.186	-0.012	-0.051	-0.587	1.000			
6) <i>CrossBorder</i>	0.056	0.002	-0.279	0.104	-0.174	1.000		
7) <i>DimensioneTarget</i>	0.032	0.008	-0.050	0.029	-0.070	0.063	1.000	
8) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.057	0.364	0.091	-0.319	0.170	0.035	-0.082	1.000

Tabella 5.16 Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROE

Le tabelle mostrano che le correlazioni tra le variabili utilizzate nel modello 1 non sono elevate, tranne che per le variabili esplicative *TrasparenzaTruman* e *Commodity*, per le quali esiste una correlazione negativa maggiore di 0.5 che potrebbe portare a problemi di multicollinearità. I controlli effettuati mediante il calcolo dei VIF (*Variance Inflation Factor*) mostrano che non si presenta multicollinearità a causa di questa correlazione. Inoltre i risultati ottenuti mediante l'impiego di queste variabili una alla volta nel modello di regressione, non comporta variazioni nel livello di significatività e nel segno dei coefficienti delle due variabili, come verrà mostrato nel commento ai risultati ottenuti.⁶¹

Sotto campioni

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)
1) <i>SalesGrowth</i>	1.000						
2) <i>Acquisizione</i>	0.101	1.000					
3) <i>Quota</i>	-0.132	0.033	1.000				
4) <i>Commodity</i>	0.203	0.026	0.161	1.000			
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.289	-0.018	-0.100	-0.447	1.000		
6) <i>DimensioneTarget</i>	0.4251	0.020	-0.056	0.036	-0.119	1.000	
7) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.136	0.367	0.214	-0.368	0.059	-0.088	1.000

Tabella 5.17 Correlazioni della regressione con variabile dipendente SalesGrowth, sotto campione cross-border

⁶¹ Il calcolo dei VIF è presentato in appendice: 11.2

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)
1) <i>ROIC</i>	1.000						
2) <i>Acquisizione</i>	-0.101	1.000					
3) <i>Quota</i>	-0.103	0.024	1.000				
4) <i>Commodity</i>	-0.089	0.017	0.163	1.000			
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.080	-0.023	-0.113	-0.448	1.000		
6) <i>DimensioneTarget</i>	-0.011	0.020	-0.054	0.036	-0.118	1.000	
7) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.074	0.358	0.192	-0.3824	0.049	-0.091	1.000

Tabella 5.18 Correlazioni della regressione con variabile dipendente *ROIC*, sotto campione cross-border

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)
1) <i>ROE</i>	1.000						
2) <i>Acquisizione</i>	0.005	1.000					
3) <i>Quota</i>	-0.101	0.014	1.000				
4) <i>Commodity</i>	-0.075	0.019	0.136	1.000			
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.136	0.020	-0.115	-0.444	1.000		
6) <i>DimensioneTarget</i>	0.056	0.004	-0.057	0.034	-0.109	1.000	
7) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.030	0.283	0.210	-0.393	0.053	-0.088	1.000

Tabella 5.19 Correlazioni della regressione con variabile dipendente *ROE*, sotto campione cross-border

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)
1) <i>SalesGrowth</i>	1.000						
2) <i>Acquisizione</i>	0.009	1.000					
3) <i>Quota</i>	-0.092	-0.009	1.000				
4) <i>Commodity</i>	-0.014	0.020	-0.112	1.000			
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.013	0.001	-0.071	-0.872	1.000		
6) <i>DimensioneTarget</i>	0.473	-0.027	-0.012	-0.214	0.135	1.000	
7) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.077	0.354	0.020	-0.074	0.366	-0.085	1.000

Tabella 5.20 Correlazioni della regressione con variabile dipendente *SalesGrowth*, sotto campione domestiche

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)
1) <i>ROIC</i>	1.000						
2) <i>Acquisizione</i>	-0.006	1.000					
3) <i>Quota</i>	-0.037	-0.012	1.000				
4) <i>Commodity</i>	0.099	0.012	-0.097	1.000			
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.178	0.000	-0.097	-0.872	1.000		
6) <i>DimensioneTarget</i>	0.006	0.004	0.004	-0.063	0.114	1.000	
7) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.152	0.001	0.001	-0.215	0.352	-0.085	1.000

Tabella 5.21 Correlazioni della regressione con variabile dipendente *ROIC*, sotto campione domestiche

Variabili	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)
1) <i>SalesGrowth</i>	1.000						
2) <i>Acquisizione</i>	-0.027	1.000					
3) <i>Quota</i>	-0.061	-0.014	1.000				
4) <i>Commodity</i>	0.157	0.011	-0.096	1.000			
5) <i>TrasparenzaTruman</i>	-0.244	0.001	-0.098	-0.872	1.000		
6) <i>DimensioneTarget</i>	-0.059	-0.037	0.005	-0.063	0.352	1.000	
7) <i>EsperienzaSWF</i>	-0.110	0.365	0.001	-0.216	0.113	-0.085	1.000

Tabella 5.22 Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROE, sotto campione domestiche

Anche per l'analisi in sotto campioni, si conferma una correlazione elevata, anche se inferiore allo 0.5, tra *TrasparenzaTruman* e *Commodity*, tuttavia il calcolo dei VIF, anche per i sotto campioni risulta inferiore al valore soglia, pertanto si esclude il problema del verificarsi di multicollinearità.

5.5 Risultati e interpretazioni

In questo paragrafo vengono presentati i risultati delle analisi svolte e le relative interpretazioni, verificando le ipotesi formulate per ciascuna variabile esplicativa nel capitolo 4. Nel sotto paragrafo 5.5.1 vengono inseriti i risultati e le interpretazioni relative al campione contenente sia imprese target *cross-border* che domestiche. Nel sotto paragrafo 5.5.2 vengono invece presentati i risultati e relative interpretazioni dell'analisi per sotto campioni, sotto campione *cross-border* e sotto campione domestiche.

5.5.1 Risultati dell'analisi sull'intero campione

La tabella seguente mostra i risultati della regressione con lo stimatore GMM-SYS two-step, su tutto il campione, per tutte le variabili dipendenti utilizzate come *proxi* della performance dell'impresa target, utilizzando l'equazione di regressione Modello 1.

Variabili	Variabili Dipendenti:		
	<i>SalesGrowth</i>	<i>ROIC</i>	<i>ROE</i>
Variabili Esplicative:			
<i>Misura di performance ritardata</i>	0.818 *** (7.30)	0.176 * (1.77)	0.165 *** (3.39)
<i>Acquisizione</i>	-0.136 (-1.64)	-1.094 (-0.41)	4.824 (1.25)
<i>Quota</i>	-0.039 *** (-2.60)	-0.199 (-0.38)	-1.192 * (-1.78)
<i>Commodity</i>	-1.366 (-0.37)	70.654 (1.33)	51.144 (0.84)
<i>TrasparenzaTruman</i>	-0.053 *** (-3.05)	-1.178 ** (-2.58)	-1.179 *** (-2.68)
<i>CrossBorder</i>	-1.035 (-1.07)	-8.537 (-0.79)	6.378 (0.37)
Controlli:			
<i>EsperienzaSWF</i>	0.007 (1.11)	0.125 (0.59)	-0.051 (-0.19)
<i>DimensioneTarget</i>	0.303 (1.28)	0.623 (0.19)	-2.114 (-0.45)
<i>MacroregioneTarget</i>	Yes	Yes	Yes
<i>SettoreTarget</i>	Yes	Yes	Yes
<i>MacroregioneSWF</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Anni</i>	Yes	Yes	Yes
Number of groups	158	161	161
Number of observations	755	761	763
AR1	-1.81 * (1.11)	-2.87 *** (1.11)	-2.63 *** (1.11)
AR2	0.80	-1.11	0.48
Hansen Test	102.73	96.87	103.68
Chi-square	19533.56 ***	844.54 ***	548.21 ***

Tabella 5.23 Risultato della regressione GMM, modello Arellano-Bond, con il dataset completo

Come è possibile notare dalle tabelle sovrastanti, la variabile *Misura di performance ritardata* è sempre significativa, come mostrato dal test AR1, che conferma che il modello è autoregressivo di ordine 1. Il test AR2 non è significativo, è quindi non c'è correlazione seriale del secondo ordine nei residui dell'equazione alle differenze prime.⁶² Inoltre il test di Hansen non è significativo e pertanto indica la validità degli strumenti utilizzati.

Come è possibile osservare dalla tabella sovrastante, che riporta i risultati della regressione, la variabile *Acquisizione* non risulta significativa. L'ipotesi 1 non viene quindi verificata: la sola acquisizione non ha un impatto negativo o positivo significativo sulle performance dell'impresa acquisita dal SWF.

Ma i risultati ottenuti per le altre variabili inducono a pensare che una volta avvenuto l'ingresso del fondo nell'impresa si instaurino delle dinamiche che vanno ad impattare in modo negativo sulle performance dell'impresa stessa.

L'ipotesi 2, sulla variabile *Quota*, è infatti verificata, anche se solo parzialmente. Per *SalesGrowth* e *ROE*, il coefficiente è negativo e molto significativo per la prima variabile, e debolmente significativo per la seconda. Per la variabile dipendente *ROIC* il coefficiente risulta comunque negativo ma l'effetto non è significativo.

L'impatto negativo all'aumentare della dimensione della quota e quindi del controllo esercitato sull'impresa, si ripercuote soprattutto sul tasso di crescita delle vendite, ma meno (e nel caso del *ROIC* per nulla) sulle performance di profittabilità dell'impresa.

L'impatto negativo sulle performance dell'impresa che si verifica all'aumentare della quota detenuta dal fondo, può quindi dipendere, come sostenuto in sede d'ipotesi, e dalla tipologia di investitore (Stato), caratterizzato da una limitata capacità manageriale (con possibili conflitti di agenzia, interferenze politiche) che accompagna in generale, come riscontrato e descritto in letteratura, lo Stato in quanto *shareholder*, e da una possibile divergenza di obiettivi dello stesso da quelli dell'impresa; questa dissonanza di obiettivi porta i SWFs a prendere decisioni sub-ottimali per l'impresa e al possibile trasferimento di risorse della stessa: questi effetti emergono all'aumentare della quota detenuta, quindi quanto più il fondo detiene ed esercita potere di *governance*.

⁶² L'autocorrelazione del secondo ordine indicherebbe che i ritardi della variabile dipendente (e di tutte le altre variabili utilizzate come strumenti non strettamente esogene) siano strumenti non validi in quanto di fatto endogeni.

La differenza di significatività per le tre variabili di performance nei risultati associati alla variabile *Quota*, può essere ricondotta al fatto che i SWFs sono detentori di quantità ingenti di capitali che possono venire utilizzati, se messi a disposizione dell'impresa, come nuove fonti di finanziamento, meno onerose in termini di interessi passivi. Per questo motivo l'impatto negativo sulle performance di profittabilità (ROE e ROIC) sarebbe attenuato (se non assente nel caso del ROIC) in quanto le imprese possono beneficiare di questa risorsa tangibile di cui i SWFs sono portatori.

L'ipotesi 3 non viene verificata, la variabile *Commodity* non risulta mai significativa, per nessuna variabile dipendente. Non sembra quindi essere una determinante dell'impatto degli investimenti dei SWFs.⁶³

Per quanto riguarda la variabile *TrasparenzaTruman* il risultato ottenuto per questa variabile è molto forte, ed inoltre ribalta l'ipotesi 4 fatta in sede di sviluppo del modello teorico. Dai risultati emersi dall'analisi econometrica risulta che all'aumentare dell'indice di trasparenza l'impatto sulle performance è negativo. Questo risultato è molto robusto in quanto si manifesta in modo molto significativo per tutte le performance operative testate con il modello econometrico.⁶⁴

Per comprendere come la maggiore trasparenza (o la minore) impatti in modo negativo (o positivo) sulle performance operative è stato necessario produrre un ulteriore sforzo di analisi.

Alla trasparenza è stato dedicato un intero paragrafo (1.6), in quanto questo argomento rappresenta un filo conduttore che accomuna tutti gli studi e le ricerche sul fenomeno dei SWFs. La trasparenza, o meglio la mancanza di trasparenza, rappresenta una delle maggiori argomentazioni alla tesi condivisa da molti che i SWFs possano essere strumenti per perseguire scopi di natura politica.

⁶³ Data la correlazione elevata tra variabile *Commodity* e *TrasparenzaTruman* si è testato il modello di regressione, provando ad usare prima l'una e poi l'altra variabile: i risultati sono gli stessi, *TrasparenzaTruman* non perde il suo livello di significatività né il segno del coefficiente, mentre *Commodity*, anche in assenza dell'altra variabile non diventa significativa. Inoltre è stata esclusa la possibilità di multicollinearità tra le due variabili, in quanto sono stati eseguiti i controlli calcolando il valore dei Variance Inflation Factor (VIF) per ciascuna variabile; i valori dei VIF risultano essere inferiori alle soglia critica (VIF=10), escludendo così la presenza di multicollinearità. È possibile visionare questi valori nella sezione Appendice.11.2

⁶⁴ La trasparenza, è stata testata anche creando un *subsample* che esclude i due fondi di Singapore, i cui investimenti rappresentano una percentuale rilevante nel dataset utilizzato nelle analisi (37%). I risultati ottenuti sono stati i medesimi: *TrasparenzaTruman* risulta avere un coefficiente negativo ed è molto significativa.

La trasparenza è utilizzata, dai mercati, dall'opinione pubblica, dalle imprese e dai governi dei paesi *host* che accolgono gli investimenti dei SWFs, come una sorta di segnale della "qualità" degli obiettivi dei SWF. I fondi più trasparenti, sono anche quelli che dichiarano i loro obiettivi di investimento, che sono ovviamente legati alla massimizzazione del profilo rischio-rendimento e non possono essere dichiaratamente di altra natura. Tuttavia la trasparenza, stando ai risultati ottenuti, rimarrebbe solo una convenzione e creerebbe principalmente un effetto reputazionale iniziale, che viene accolto positivamente dal mercato (se si parla di imprese quotate),⁶⁵ che non si traduce in benefici per l'impresa. Un'elevata trasparenza infatti non sarebbe garanzia di elevate performance, come mostrano i risultati ottenuti.

Per interpretare i risultati, innanzitutto bisogna considerare che la composizione dell'indice di trasparenza di Truman è molto articolata.

L'indice è composto da quattro macrosezioni *structure, governance, accountability and transparency, behavior*, a loro volta suddivise da un certo numero di sottosezioni.⁶⁶

È stato quindi riutilizzato il modello econometrico inserendo al posto della variabile *TrasparenzaTruman* le singole componenti, una alla volta.

I risultati non fanno emergere maggiore significatività di una o più componenti, tutte e quattro hanno un coefficiente negativo e risultano significative.⁶⁷

Si è quindi imposta l'esigenza di approfondire ulteriormente il fenomeno della trasparenza, attraverso un'analisi critica della letteratura, estrapolando le considerazioni e le evidenze empiriche.

Prima di tutto bisogna puntualizzare che una bassa trasparenza è spesso associata a fondi sovrani che hanno origine in paesi in cui il livello di democrazia è molto basso.

Come è possibile osservare nell'immagine seguente (Figura 5.1) c'è una correlazione molto elevata tra trasparenza e democrazia.

⁶⁵ Bortolotti et al. (2009), Dewenter et al. (2009), Kotter e LeL (2008), Sun e Hesse (2009), Chhaochharia e Laeven (2008).

⁶⁶ In appendice è possibile trovare la composizione dell'indice di Truman, articolato nelle sottosezioni che lo compongono.

⁶⁷ Non tutte però allo stesso livello di significatività.

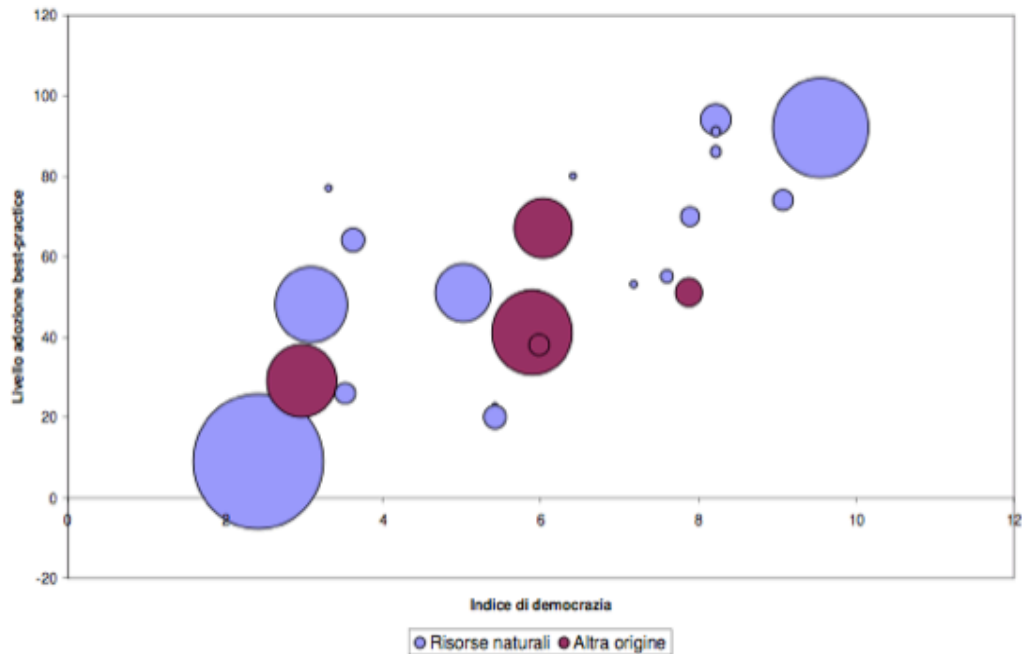


Figura 5.1 Trasparenza e democrazia; fonte: Bertoni (2008)

Quindi non sorprende che i fondi più trasparenti siano quelli originari in paesi facenti parte dell'Ocse (un esempio fra tutti è il fondo norvegese) mentre quelli meno trasparenti si trovano principalmente negli Emirati Arabi o nella regione mediorientale, dove sono prevalenti i regimi autoritari.

Tuttavia non è ovvio, e non è stato dimostrato che siano i paesi con fondi meno trasparenti a perseguire scopi politici mediante l'utilizzo di questi ultimi.⁶⁸ La bassa trasparenza potrebbe essere associata alle caratteristiche storiche e culturali, al sistema di valori che caratterizza il paese da cui ha origine il fondo sovrano in questione. La trasparenza, infatti, è un valore che ha un peso molto più elevato nelle moderne democrazie occidentali, piuttosto che nei paesi arabi, o in Cina ad esempio, dove i livelli di corruzione sono piuttosto elevati e quindi semplicemente, il fatto di creare un fondo e renderlo trasparente secondo i valori e criteri "occidentali" del termine, non è così scontato; la bassa trasparenza quindi può essere una condizione "involontaria", dovuta alle tradizioni di un paese e di una cultura diversa da quella occidentale. Infatti molti

⁶⁸ Ci sono anzi esempi che dimostrano una volontà di non intervenire per nulla, ad esempio il CIC, SWFs della Cina, dopo aver acquistato per un controvalore di 3 miliardi di dollari partecipazioni in Blackstone, ha deciso di non intervenire nella *governance*, rifiutando di eleggere un proprio membro nel *board* della società.

fondi con bassa trasparenza, da quando si è acceso il dibattito sulla trasparenza e sono state sollevate pesanti questioni sulla pericolosità dei SWFs opachi, hanno iniziato un processo di adeguamento. Truman (2013) commenta nell'aggiornamento dell'indice di trasparenza tra il 2007 e il 2012 che molti fondi hanno migliorato i valori dell'indice, come l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) e il Government of Singapore Investment Corporation, con un incremento del 50 per cento, seguono, tra altri, il Korea Investment Corporation, Mubadala Development Company, il China Investment Corporation, e l'International Petroleum Investment Company, con un incremento del 20 per cento o più ciascuno.

Lo stesso Truman⁶⁹ giustifica l'opacità dei fondi relativamente alla categoria dell'indice *transparency and accountability*: alcuni fondi potrebbero non volere rendere nota la dimensione degli asset posseduti, soprattutto ai propri cittadini in quanto “*the citizen of the country, knowing how large the assets of the SWF are, will mobilize politically to obtain immediate access to them*” (Truman 2008); questi fondi, si pensi ad esempio a quelli degli emirati arabi, dovrebbero giustificare l'incongruenza tra gli enormi investimenti di capitale pubblico all'estero e la presenza di una elevata percentuale di povertà interna al paese. Inoltre rendere pubblici i ritorni degli investimenti potrebbe mettere “in imbarazzo” il governo stesso, nel caso in cui questi ritorni siano negativi, obbligandolo a giustificare agli occhi dei propri cittadini, il cui benessere futuro dovrebbe essere l'obiettivo ultimo dei SWFs, tali perdite.

Ci può essere però anche un'altra spiegazione, a questo risultato inaspettato della trasparenza, che si riallaccia alla composizione dell'indice di Truman stesso. In particolare la sottosezione *governance* dell'indice⁷⁰ contiene voci che stabiliscono se all'interno del *board* del fondo stesso e nel management sono più o meno definiti i ruoli del governo e dei manager, soprattutto per quanto riguarda le modalità con cui vengono prese le decisioni strategiche e da chi vengono prese.

In generale, come evidenziato da Megginson e Fotak (2014) i SWFs, soprattutto quelli più grandi, in termini di *assets under management*, tendono ad avere *staff* di piccole dimensioni. Ad esempio il fondo norvegese, l'Abu Dhabi Investment Authority, il China Investment Corporation, hanno, insieme, un numero di impiegati sotto alle 3000 unità, di contro il capitale detenuto da tutti e 3 supera gli 1,1 trilioni di dollari. Una comparazione

⁶⁹ Truman (2008).

⁷⁰ In Appendice è possibile trovare la composizione dell'indice di Truman, articolata nelle diverse sottosezioni.

con un fondo privato può aiutare a capire meglio i numeri: il fondo Fidelity Investment gestisce *asset* per i propri clienti per un ammontare comparabile, ma impiega ben 38000 persone.

I due autori inoltre sottolineano un'eterogeneità nei SWFs nella configurazione della struttura manageriale ed organizzativa (corrispondente nell'indice di Truman alla categoria *governance*). Ad esempio il fondo valutato più trasparente (Government Pension Fund Global norvegese), e quello meno trasparente (Abu Dhabi Investment Authority) hanno due configurazioni che si collocano ai due estremi di un *continuum*: il fondo norvegese gestisce il 95% del suo portafoglio *in house*, mentre l'ADIA affida la gestione di due terzi dei propri *asset* a manager esterni.

Un fondo trasparente, secondo lo *scoreboard* di Truman, possiede quindi ruoli ben definiti del management e del governo nella gestione del fondo, e la maggior parte delle decisioni sono prese dai manager interni, questo potrebbe, una volta effettuato un investimento in un'impresa, riflettersi in una più forte capacità di imporsi all'interno della *governance* della stessa, che si traduce per i motivi visti in precedenza in un impatto non positivo sulle performance operative.

Fondi meno trasparenti e quindi meno strutturati in termini di management interno, sarebbero quindi meno capaci di imporsi, e non avrebbero la possibilità di impattare sulle imprese investite in modo negativo, poiché non intervengono nella gestione delle stesse.

Non si può escludere inoltre che fondi meno trasparenti caratterizzati da un basso punteggio di trasparenza, in special modo nella categoria *governance* (come l'ADIA che affida esternamente la gestione di due terzi dei propri *asset*, o in generale i fondi arabi) non siano in realtà interessati a gestire i propri investimenti da un punto di vista di partecipazione attiva nella *governance* delle imprese investite, segnale che in realtà dietro questi fondi non vi siano mire politiche e strategiche ma solo un obiettivo di massimizzare i propri investimenti.

Il risultato, che contraddice l'ipotesi 4 e in generale l'opinione pubblica (ricercatori e non), ottenuto per la trasparenza dimostra prima di tutto che un particolare livello di trasparenza a livello operativo e di *disclosure* non necessariamente (anzi dai risultati ottenuti sembrerebbe il contrario) riflette una "qualità" del SWFs in termini di impatto positivo sulle performance delle imprese target e in termini di assicurazione contro la strumentalizzazione degli investimenti degli stessi per fini politici o strategici. Quindi si

può affermare che al contrario di quanto fatto fino ad ora, la trasparenza, non può essere un criterio unico e indiscutibile per valutare le buone, o le cattive intenzioni di un SWFs.

Per testare l'ipotesi sulla variabile *CrossBorder* e quindi verificare se gli effetti degli investimenti dei SWFs impattano in modo differente nelle imprese *cross-border* e in quelle domestiche si è sviluppata un'analisi per sotto campioni.

Il dataset iniziale è stato quindi suddiviso in due sottoinsiemi, il primo relativo alle sole transazioni *cross-border*, il secondo contenente le sole transazioni effettuate entro i confini domestici dai SWFs.

I modelli testati sui due sotto campioni utilizzano sempre uno stimatore GMM-SYS, come per il modello principale.

5.5.1 Risultati dell'analisi per sotto campioni

Le tabelle seguenti mostrano i risultati delle regressioni mediante l'utilizzo dello stimatore GMM-SYS two-steps,⁷¹ per tutte le variabili dipendenti utilizzate come *proxi* della performance dell'impresa target, utilizzando l'equazione di regressione Modello 2, per l'analisi per sotto campioni.

Le due tabelle seguenti mostrano i risultati per le regressioni effettuate, rispettivamente per il sotto campione *cross-border* e per quello domestico.

⁷¹ Il modello è stato implementato nel software STATA 12 mediante la routine *xtabond2*

Variabili	Variabili Dipendenti:		
	<i>Sales growth</i>	<i>ROIC</i>	<i>ROE</i>
Variabili Esplicative:			
<i>Misura di performance ritardata</i>	0.778 *** (5.27)	0.039 (-0.67)	0.083 * (-1.77)
<i>Acquisizione</i>	-0.078 (-1.00)	0.597 (0.26)	4.235 (0.48)
<i>Quota</i>	-0.054 ** (-2.29)	-0.740 * (-1.65)	-1.952 ** (-2.01)
<i>Commodity</i>	-1.819 (-0.64)	22.725 (0.60)	42.292 (0.67)
<i>Trasparenza Truman</i>	-0.041 ** (-2.20)	-0.755 ** (-2.02)	-1.143 ** (-2.15)
Controlli:			
<i>Esperienza SWF</i>	0.012 (1.14)	-0.102 (-0.77)	-0.136 (-0.38)
<i>Dimensione Target</i>	0.275 (1.29)	0.143 (0.07)	0.164 (-0.38)
<i>Macroregione Target</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Settore Target</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Macroregione SWF</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Anni</i>	Yes	Yes	Yes
Number of groups	106	106	106
Number of observations	506	495	400
AR1	-1.66 * (-1.66)	-2.35 ** (-2.35)	-1.70 * (-1.70)
AR2	1.08	-1.10	-0.53
Hansen Test	60.52	72.24	43.42
Chi-square	27429.20	10561.44	4878.22

Tabella 5.24 Risultato della regressione GMM, modello di Arellano-Bond, sotto campione cross-border

Variabili	Variabili Dipendenti:		
	<i>Sales growth</i>	<i>ROIC</i>	<i>ROE</i>
Variabili Esplicative:			
<i>Misura di performance ritardata</i>	0.908 *** (20.83)	0.547 *** (8.20)	0.354 *** (3.66)
<i>Acquisizione</i>	-0.137 (-1.04)	-1.822 (-0.90)	3.979 (1.23)
<i>Quota</i>	-0.017 (-1,57)	0.166 (0.96)	0.026 (0.09)
<i>Commodity</i>	-1.192 (-1.09)	12.884 (0.63)	-12.608 (-0.41)
<i>Trasparenza Truman</i>	-0.018 (-0.92)	0.225 (0.56)	-0.470 (-0.75)
Controlli:			
<i>Esperienza SWF</i>	-0.001 (-0.42)	0.095 (1.33)	0.172 (1.05)
<i>Dimensione Target</i>	0.293 (1.39)	-1.369 (-0.50)	1.614 (0.27)
<i>Macroregione Target</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Settore Target</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Macroregione SWF</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Anni</i>	Yes	Yes	Yes
Number of groups	52	55	55
Number of observations	249	266	267
AR1	-1.45	-2.11 **	-2.50 **
AR2	-1.13	-0.96	-0.52
Hansen Test	29.56	31.74	30.46
Chi-square	5858.77	598.13	919.38

Tabella 5.25 Risultato della regressione GMM, modello di Arellano-Bond, sotto campione domestiche

Come è possibile notare dalla tabella dei risultati relativa al sotto campione *cross-border*, l'ipotesi 5 viene verificata. L'impatto negativo dei SWFs sulle performance delle imprese target all'aumentare della dimensione della quota detenuta dal fondo, è confermato ed è in accordo con i risultati ottenuti nel modello principale. Nel sotto campione delle imprese domestiche l'impatto dei SWFs non risulta significativo per nessuna delle variabili dipendenti. I SWFs sembrano non nuocere alle proprie imprese, anche se non emerge che queste vengano beneficate dagli investimenti degli stessi.

Nel campione *cross-border* invece, i risultati ottenuti effettuando l'analisi sull'intero campione d'impresa (*cross-border* e domestiche) vengono rafforzati, l'impatto negativo relativo alla variabile esplicativa *Quota*, è infatti significativo per tutte e tre le variabili dipendenti testate e si manifesta pienamente su tutte e tre le misure di performance testate, a differenza del risultato ottenuto nell'analisi sull'intero campione.

Questo risultato potrebbe dipendere sia da un'incapacità del fondo nella gestione dell'impresa⁷², sia da una volontà del fondo di perseguire obiettivi divergenti da quelli di massimizzazione del valore d'impresa, e confermerebbero il timore che essi utilizzino gli investimenti *cross-border* per perseguire obiettivi di natura strategica (trasferimento di risorse come know-how, e tecnologia) e / o politica. Esistono esempi reali di intromissioni politiche di dimensione internazionale da parte dei SWFs. Ad esempio in Islanda, quando il fondo sovrano norvegese ha venduto importanti quote detenute nel settore finanziario del paese, l'economia di quest'ultimo ha subito un pesantissimo contraccolpo. Il fondo singaporeano Temasek ha rappresentato, attraverso la sua acquisizione di un'impresa Thailandese legata al presidente eletto, una causa scatenante del colpo di Stato della nazione nel 2006.

Anche negli Stati Uniti, durante la crisi dei mutui *subprime*, la nazionalizzazione dei due istituti, colossi del mercato dei mutui immobiliari, Fannie Mae e Freddie Mac è avvenuta anche per pressioni esercitate dal governo cinese, fra i maggiori detentori di debito a

⁷² Non è escluso che questa incapacità sia in realtà legata all'impossibilità di esercitare appieno le proprie funzioni di *governance*, anche in presenza di un controllo elevato, come ipotizzato da Bortolotti, Fotak, Megginson e Miracky (2009) che formulano la loro *Constrained Foreign Investor Hypothesis* che ipotizza il fatto che gli investitori stranieri, specialmente se *large investor* e ad *ownership* governativa, come i SWFs, non sono in grado di esercitare una buona *governance* nelle imprese *cross-border* a causa di pressioni ricevute dal management locale ed in generale dalle istituzioni locali a rimanere passivi.

lungo termine delle due agenzie. Il timore era quello che “i governi stranieri iniziassero a scaricare Fannie e Freddie e non comprassero le obbligazioni”.⁷³

I SWFs quindi potrebbero utilizzare i propri investimenti per trasferire risorse dalle imprese acquisite, ad esempio per trasferire *know-how*, per favorire e accelerare il processo di apprendimento delle proprie imprese nazionali, per favorirne la crescita a livello internazionale, indebolendo la concorrenza, ma anche per motivi di natura politica. Tuttavia non è possibile avere una conferma certa che le considerazioni appena fatte siano pienamente fondate.

Per quanto riguarda la variabile *TrasparenzaTruman* nell’analisi per sotto campioni vengono ribadite le considerazioni fatte per l’interpretazione del risultato ottenuto nell’analisi sull’intero campione, in quanto la variabile risulta avere un impatto negativo e molto significativo solo nel caso di imprese *cross-border*, e non in quelle domestiche. Quanto detto a commento del risultato dell’analisi sull’intero campione viene confermato nell’analisi per sotto campioni, pertanto si rimanda al paragrafo 5.5.1.⁷⁴

In conclusione si può affermare, alla luce delle analisi svolte, pur non riuscendo a stabilirne con certezza le cause, che i SWFs impattano negativamente sulle imprese target quando, all’aumentare della quota detenuta, riescono ad esercitare un potere di *governance* sufficiente a controllare le scelte d’impresa, peggiorandone le performance, e che questo impatto negativo emerge nella dimensione internazionale dei loro investimenti, in quanto nel sotto campione delle imprese domestiche non sono stati riscontrati effetti significativi delle variabili esplicative utilizzate. Tuttavia, in accordo con i risultati ottenuti dalle analisi svolte sull’intero dataset un risultato inaspettato è emerso, in controtendenza alle aspettative del mercato e in generale dell’opinione pubblica: a fondi meno trasparenti sono associate migliori (o meno peggiori) performance, e anche questo risultato emerge lungo la dimensione internazionale degli investimenti dei SWFs.

⁷³ Per maggiori approfondimenti si rimanda a Lossani, Bertoni, Chiarlone (2010).

⁷⁴ Nell’analisi per sotto campioni la variabile *Commodity* non risulta significativa, pertanto l’ipotesi 3 non viene confermata.

6 Conclusioni

I Sovereign Wealth Funds giocano un grande ruolo sulla scena economica globale, sia per l'enorme dimensione dei capitali gestiti e investiti all'estero sia perché rimangono, essendo un'estensione dei propri governi, sulla linea di confine tra finanza e politica. Per questo motivo è necessario approfondire il loro ruolo e il loro impatto su molti fronti.

Molti ricercatori e studiosi hanno cercato di chiarire cosa sono i SWFs, qual è la loro missione e quali le loro strategie, e come i loro investimenti impattano sul sistema finanziario globale e sulle performance operative delle imprese che acquisiscono.

Non è ancora stata definitivamente accettata una definizione univoca di SWF, a conferma del fatto che questo fenomeno necessita di essere approfondito e sviscerato ulteriormente, analizzando le dimensioni che lo rendono un fenomeno eterogeneo e particolarmente complesso da comprendere.

Si sta, infatti, ancora cercando di capire quale sia il loro impatto sia a livello di mercati finanziari che a livello di performance delle imprese acquisite, ed i pareri a tali propositi sono al momento contrastanti.

Il presente lavoro dà il suo contributo alla ricerca nell'ambito dei SWFs in due modi.

In primo luogo attraverso la creazione *ex-novo* di un database che raccoglie un numero importante di transazioni effettuate dai SWFs (in accordo con la definizione di SWFs di Truman e del Sovereign Wealth Funds Institute) nel periodo tra il 1998 e il 2014.

Il secondo contributo consiste nei risultati ottenuti con l'analisi econometrica, effettuata al fine di valutare l'impatto dei SWFs sulle performance operative delle imprese acquisite nel medio-breve periodo, e articolando in un secondo momento l'analisi distinguendo tra imprese *cross-border* e domestiche in modo da approfondire ulteriormente le possibili cause e il segno dell'impatto dei SWFs sulle performance d'impresa. A tale scopo, è stato costruito un dataset dal contenuto informativo elevato e applicandovi il modello econometrico prescelto si è giunti ad ottenere dei risultati significativi e coerenti con

alcuni studi sull'argomento. Infatti in accordo con i risultati ottenuti da Bortolotti, Fotak, Meggison e Miracky (2010), lo studio mostra che la presenza dei SWFs nell'azionariato delle imprese, in particolare in quelle *cross-border*, può avere un effetto negativo sulle performance operative di medio termine essendo esse correlate negativamente con la dimensione della quota acquisita dal SWF.

Lungo la dimensione domestica degli investimenti dei SWFs non si sono riscontrati impatti significativi, né in senso positivo né negativo.

Pertanto lo studio porta a concludere che i SWFs non apportano benefici alle performance di breve-medio periodo alle imprese estere in cui investono quando la dimensione della quota da loro detenuta è elevata, in quanto essi, detenendo un maggiore controllo riescono ad imporre le proprie scelte di *governance*, probabilmente orientate a perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore dell'impresa, peggiorando le performance dell'impresa. I motivi possono essere ricondotti quindi sia ad una incapacità gestionale dei SWFs, in quanto braccio esecutivo dei propri governi (poiché in quanto tali sarebbero fedeli alla loro reputazione di "cattivi" *shareholder* per le imprese di cui sono proprietari o azionisti) sia ad un possibile utilizzo degli investimenti esteri per motivazioni politiche o strategiche, che tanto preoccupano, con cognizione di causa in accordo con i risultati emersi, i paesi *host*, le istituzioni internazionali e in generale l'opinione pubblica.

Un risultato inaspettato è però emerso dall'analisi: la scarsa trasparenza dei SWFs nelle loro attività d'investimento, principale causa dei timori circa i secondi fini che guiderebbero i SWFs nei loro investimenti esteri, sembra essere un'errata argomentazione a sostegno della tesi che a fondi meno trasparenti siano associati con maggiore probabilità strumentalizzazioni dei propri investimenti per scopi politici o strategici. I risultati dell'analisi econometrica al contrario mostrano come a fondi meno trasparenti siano associate migliori performance (o meno peggiori) rispetto a quelli con trasparenza elevata, i cui investimenti vengono accolti con maggior favore dal mercato, dalle imprese stesse e dall'opinione pubblica.

La trasparenza, utilizzata per valutare la "qualità" dell'investimento dei SWFs sembra non essere pertanto un criterio valido a tale scopo.

È importante quindi rivalutare in generale il ruolo che questa dimensione deve giocare quando si deve esprimere un giudizio sugli impatti dei SWFs sulle imprese e in generale sulla scena economico-finanziaria globale, in quanto non sufficiente e, stando ai risultati

ottenuti, fuorviante. Le considerazioni e gli indicatori utilizzati per valutare questa dimensione dovrebbero essere rivisti ed inoltre non dovrebbero essere presi come unico criterio di valutazione per “demonizzare” alcuni SWFs che potrebbero per diverse ragioni, non necessariamente pericolose per i mercati finanziari, le imprese acquisite e i governi stranieri, voler tenere una certa riservatezza sulle loro attività d’investimento. Detto questo è auspicabile, come commentato da diversi ricercatori, dalle istituzioni internazionali e dai governi che ricevono gli investimenti dei SWFs, un aumento di trasparenza in modo da non distorcere le percezioni relative al fenomeno. Molti passi in avanti sono stati fatti, sia attraverso un’adesione a *guidelines* proposte al livello internazionale che nell’impegno profuso nell’implementare il punteggio degli indici di trasparenza,⁷⁷ da parte di alcuni fondi considerati pericolosamente opachi.

Le due parti di cui questo lavoro di tesi si compone, possono entrambe dare luogo a futuri sviluppi. Da un lato il database costruito *ex-novo* costituisce una solida base a cui aggiungere nel tempo nuove transazioni per ampliare i dati su cui basare nuove analisi quantitative. Dall’altro, è auspicabile incrementare altre dimensioni di analisi contenute nel database aggiungendo nuove variabili, non solo per approfondire altri aspetti che possono influire sulle performance delle imprese target acquisite, ma anche per sviluppare nuove attività di ricerca come ad esempio l’impatto sul settore della target o l’effetto di performance sui SWFs stessi, cercando anche di approfondire anche quale è e quale dovrebbe essere il ruolo delle istituzioni in queste dinamiche. Sviluppi futuri potrebbero includere anche studi di caso volti ad approfondire più nel dettaglio le ragioni dell’effetto negativo che i SWFs hanno sulle performance delle imprese target, con l’obiettivo di suggerire delle politiche attive volte a limitare il più possibile tale fenomeno.

⁷⁷ Come osservato dallo stesso Truman nell’ultimo aggiornamento del proprio indicatore; Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Government of Singapore Investment Corporation: incremento del 50 per cento nel 2012 rispetto al 2007. Korea Investment Corporation, Mubadala Development Company, China Investment Corporation International Petroleum Investment Company: incremento del 20 per cento o più ciascuno nel 2012 rispetto al 2013.

7 Indice delle Tabelle

<i>Tabella 1.1 i dieci punti per la costruzione del LM-Index</i>	28
<i>Tabella 1.2 2012 Truman SWF Scoreboard e altri indici di trasparenza, tra cui il L-M Index. Fonte: Truman (2013)</i>	30
<i>Tabella 3.1 Struttura del database degli investimenti dei SWFs</i>	47
<i>Tabella 3.2 Sintesi delle informazioni contenute nel database degli investimenti dei SWFs</i>	50
<i>Tabella 5.1 Numero di transazioni, per SWF, presenti nel dataset utilizzato per le analisi econometriche</i>	99
<i>Tabella 5.2 Numero di transazioni, per anno, presenti nel dataset utilizzato per le analisi econometriche</i>	100
<i>Tabella 5.3 Riassunto delle informazioni contenute nel dataset utilizzato per le analisi econometriche</i>	101
<i>Tabella 5.4: Tabella di sintesi del numero di transazioni utilizzate per le analisi econometriche</i>	107
<i>Tabella 5.5 Statistiche descrittive della variabile dipendente SalesGrowth e delle variabili esplicative</i>	108
<i>Tabella 5.6 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROIC e delle variabili esplicative</i>	109
<i>Tabella 5.7 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROE e delle variabili esplicative</i>	109
<i>Tabella 5.8 Statistiche descrittive della variabile dipendente SalesGrowth e delle variabili esplicative, sotto campione cross-border</i>	110
<i>Tabella 5.9 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROIC e delle variabili esplicative, sotto campione cross-border</i>	111
<i>Tabella 5.10 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROE e delle variabili esplicative, sotto campione cross-border</i>	111
<i>Tabella 5.11 Statistiche descrittive della variabile dipendente SalesGrowth e delle variabili esplicative, sotto campione domestiche</i>	112
<i>Tabella 5.12 Statistiche descrittive della variabile dipendente ROIC e delle variabili esplicative, sotto campione domestiche</i>	112

<i>Tabella 5.13</i>	<i>Statistiche descrittive della variabile dipendente ROE e delle variabili esplicative, sotto campione domestiche.....</i>	<i>113</i>
<i>Tabella 5.14</i>	<i>Correlazioni tra le variabili della regressione con variabile dipendente SalesGrowth</i>	<i>114</i>
<i>Tabella 5.15</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROIC</i>	<i>115</i>
<i>Tabella 5.16</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROE.....</i>	<i>115</i>
<i>Tabella 5.17</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente SalesGrowth, sotto campione cross-border.....</i>	<i>116</i>
<i>Tabella 5.18</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROIC, sotto campione cross-border.....</i>	<i>117</i>
<i>Tabella 5.19</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROE, sotto campione cross-border.....</i>	<i>117</i>
<i>Tabella 5.20</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente SalesGrowth, sotto campione domestiche.....</i>	<i>118</i>
<i>Tabella 5.21</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROIC, sotto campione domestiche.....</i>	<i>118</i>
<i>Tabella 5.22</i>	<i>Correlazioni della regressione con variabile dipendente ROE, sotto campione domestiche.....</i>	<i>119</i>
<i>Tabella 5.23</i>	<i>Risultato della regressione GMM, modello Arellano-Bond ,con il dataset completo</i>	<i>120</i>
<i>Tabella 5.24</i>	<i>Risultato della regressione GMM, modello di Arellano-Bond, sotto campione cross-border.....</i>	<i>128</i>
<i>Tabella 5.25</i>	<i>Risultato della regressione GMM, modello di Arellano-Bond, sotto campione domestiche.....</i>	<i>129</i>

8 Indice dei grafici

<i>Grafico 1.1 Equilibrio delle partite correnti, 1990-2013, rielaborazione.....</i>	<i>14</i>
<i>Grafico 1.2 Andamento del prezzo del petrolio, 2000-2013.....</i>	<i>19</i>
<i>Grafico 3.1 Numero investimenti SWFs, 1998-2003.....</i>	<i>51</i>
<i>Grafico 3.2 Deal domestici e cross-border, 1998-2003.....</i>	<i>52</i>
<i>Grafico 3.3 Deal per target sector, 1998-2003.....</i>	<i>53</i>
<i>Grafico 3.4 Numero deal per target sector, per SWFs, 1998-2003.....</i>	<i>54</i>
<i>Grafico 3.5 Deal per target region , 1998-2003.....</i>	<i>55</i>
<i>Grafico 3.6 Numero deal per target region, per SWFs, 1998-2003.....</i>	<i>55</i>
<i>Grafico 3.8 Numero di deal, SWFs non pensione, 2004-2008.....</i>	<i>63</i>
<i>Grafico 3.9 Deal domestici e cross-border, SWFs non pensione, 2004-2008.....</i>	<i>64</i>
<i>Grafico 3.10 Numero deal per target sector, per SWFs, 2004-2008.....</i>	<i>65</i>
<i>Grafico 3.11 Deal cross-border, per target sector, 2004-2008.....</i>	<i>66</i>
<i>Grafico 3.12 Deal per macroregione target, 2004-2008.....</i>	<i>67</i>
<i>Grafico 3.13 Deal per target region, per SWFs,, 2004-2008.....</i>	<i>68</i>
<i>Grafico 3.14 Deal per target sector, per macroregioni target, 2004-2008.....</i>	<i>71</i>
<i>Grafico 3.15 Numero investimenti per “Top SWFs”, 2009-2013.....</i>	<i>73</i>
<i>Grafico 3.16 Deal domestici e cross-border, SWFs non pensione, 2009-2013.....</i>	<i>74</i>
<i>Grafico 3.17 Deal domestici e cross-border, SWFs Pensione, 2009-2013.....</i>	<i>75</i>
<i>Grafico 3.18 Deal per target sector, 2004-2008.....</i>	<i>76</i>
<i>Grafico 3.19 Deal domestici e cross-border, 2009-2013.....</i>	<i>76</i>
<i>Grafico 3.20 Deal domestici per target sector, 2009-2013.....</i>	<i>77</i>
<i>Grafico 3.21 Deal cross-border per target sector, 2009-2013.....</i>	<i>78</i>
<i>Grafico 3.22 Deal per target word region, 2009-2013.....</i>	<i>79</i>
<i>Grafico 3.23 Deal per target sector, macroregione Europa, 2009-2013.....</i>	<i>80</i>
<i>Grafico 3.24 Deal per target sector, macroregione North America, 2009-2013.....</i>	<i>81</i>
<i>Grafico 3.25 Deal per target sector, macroregione Asia-Pacific, 2009-2013.....</i>	<i>82</i>
<i>Grafico 3.26 Deal per target sector, macroregione MENA, 2009-2013.....</i>	<i>83</i>
<i>Grafico 3.27 Deal per target sector, macroregione Latin America, 2009-2013.....</i>	<i>83</i>
<i>Grafico 3.28 Deal per target sector, macroregione South Asia, 2009-2013.....</i>	<i>84</i>

9 Indice delle figure

<i>Figura 3.1</i> Flussi investimenti dalla regione Asia-Pacific, 1998-2003	57
<i>Figura 3.2</i> Flussi investimenti dalla regione Europa, 1998-2003.....	58
<i>Figura 3.3</i> Flussi investimenti dalla regione MENA, 1998-2003	59
<i>Figura 3.4</i> Flussi investimenti dalla regione North America, 1998-2003	60
<i>Figura 3.5</i> Flussi investimenti dalla regione Asia-Pacific, 2004-2008	69
<i>Figura 3.6</i> Flussi investimenti dalla regione MENA, 2004-2008.....	70
<i>Figura 3.7</i> Flussi investimenti dalla regione Asia-Pacific, 2009-2013	86
<i>Figura 3.8</i> Flussi investimenti dalla regione Europa, 2009-2013.....	86
<i>Figura 3.9</i> Flussi investimenti dalla regione MENA, 2009-2013	87
<i>Figura 5.1</i> Trasparenza e democrazia; fonte: Bertoni (2008).. Errore. Il segnalibro non è definito.	

10 Bibliografia

ADIA (2010). Adia review 2010 - Prudent Global Growth. Tech. rep., Abu Dhabi Investment Authority.

ADIA, (2012). Adia review 2012 - Prudent Global Growth. Tech. rep., Abu Dhabi Investment Authority.

Aizenman J., & Glick R. (2008). Sovereign wealth funds: Stylized facts about their determinants and governance. NBER Working paper 14562. Available at <http://www.nber.org/papers/w14562>

Aizenman, J., & Glick, R. (2009). Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*. *International Finance*, 12(3), 351-386.

Allen, M., & Caruana, J. (2008). Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda. International Monetary Fund, 29.

Anderloni, L., & Vandone, D. (2012). *Sovereign Wealth Fund Investments in the Banking Industry* (No. 2012-24).

Arellano, M., & Bond, S. R. (1991). *Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence And An Application to Employment Equations*. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.

Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another Look At the Instrumental Variable Estimation of Error Components Models. *Journal of Econometrics*.

Backer, L. C. (2010). *Sovereign investing in times of crisis: Global regulation of sovereign wealth funds, state-owned enterprises, and the Chinese experience*. *Transnat'l L. & Contemp. Probs.*, 19, 3.

Bahgat, G. (2008). Sovereign wealth funds: dangers and opportunities. *International Affairs*, 84(6), 1189-1204.

Balding (2008). "A portfolio analysis of Sovereign Wealth Fund", 2008

Balding, C., & Yao, Y. (2011). Portfolio Allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity-Based National Wealth. *International Finance Review*, 12, 293-312.

Balin, B. J. (2010). The impact of the global economic crisis on sovereign wealth funds. *Asian-Pacific Economic Literature*, 24(1), 1-8.

- Banerjee, A., 1997. A theory of misgovernance. *Quarterly Journal of Economics* 112, 1289–1332.
- Bassan (2009). “Una regolazione per I fondi sovrani”, p.102
- Barbary V., Chin (2009)
- Beck, R., & Fidora, M. (2008). The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets (Occasional Paper Series No. 91). Frankfurt am Main: European Central Bank. Retrieved from <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>
- Benston, G. J. (1989). The federal “safety net” and the repeal of the Glass-Steagall act's separation of commercial and investment banking. *Journal of Financial Services Research*, 2(4), 287-305.
- Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2009). *The investment strategies of sovereign wealth funds* (No. w14861). National Bureau of Economic Research.
- Bertoni (2008). “Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: spepping stones o stumbling blocks?”, in Osservatorio Monetario.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1): 115–143.
- Blundell-Wignall A., Yu-Wei Hu, Juan Yermo, (2008). Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD, Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 14.
- Bortolotti, B., Fotak, V. (2009). “Sovereign Wealth Fund Investment Pattern and Performance”. Fondazione ENI Enrico Mattei, Working Papers Giugno
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W., & Miracky, W. F. (2010). Quiet leviathans: Sovereign wealth fund investment, passivity, and the value of the firm. *Unpublished working paper. University of Oklahoma and Sovereign Investment Lab.*
- Boubakri e Cosset (1998). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *The Journal of Finance*, Volume 53, Issue 3, pages 1081–1110.
- Box, J. F. (1987). Guinness, Gosset, Fisher, and small samples. *Statistical Science*, 45-52.
- Brown, S., Goetzmann, W., Liang, B., & Schwarz, C. (2008). Mandatory disclosure and operational risk: Evidence from hedge fund registration. *The Journal of Finance*, 63(6), 2785-2815.
- Burton (2007). Temasek relishes the role of active investor. *Financial Times* May 16th, 2007.
- Butt, S., Shivdasani, A., Stendevad, C., & Wyman, A. (2008). Sovereign wealth funds: a growing global force in corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(1), 73-83.

- Caner, M., & Grennes, T. (2010). Sovereign wealth funds: The Norwegian experience. *The World Economy*, 33(4), 597-614.
- Capapé, J., & Guerrero, T. (2013). More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds. *SovereignNET Research Papers*.
- Chemmanur, T. J., Loutskina, E., & Tian, X. (2013). Corporate venture capital, value creation, and innovation. *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Chen, Qi, Xiao Chen, Katherine Schipper, Jongxin Xu, and Jian Xue, (2012). The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance. *Review of Financial Studies* 25, 3610-3644
- Chhaochharia, V., & Laeven, L. (2008). *Sovereign wealth funds: Their investment strategies and performance*. Centre for Economic Policy Research.
- CIC (2012), China Investment Corporation Review 2012 – China Investment Corporation
- Clark, G. L., Dixon, A. D., & Monk, A. H. B. (2013). *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L., 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57, 2741–2771.
- Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (1999). What caused the Asian currency and financial crisis?. *Japan and the world economy*, 11(3), 305-373.
- Dam, L., & Koetter, M. (2012). Bank bailouts and moral hazard: Evidence from Germany. *Review of Financial Studies*, 25(8), 2343-2380.
- H. Demsetz, K. Lehn (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *The Journal of Political Economy*.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1993). Managerial discretion, organizational structure, and corporate performance: A study of leveraged recapitalizations. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 209-236.
- Dewenter, K., Malatesta, P., 2001. State-owned and privately owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage, and labour intensity. *American Economic Review* 91, 320–334.
- Dewenter, K. L., Han, X., & Malatesta, P. H. (2010). Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278.
- Diamond, D. W., & Rajan, R. G. (2011). Fear of fire sales, illiquidity seeking, and credit freezes. *The Quarterly Journal of Economics*, 126(2), 557-591.
- Djankov, S., Murrell, P., 2002. Enterprise restructuring in transition: a quantitative survey. *Journal of Economic Literature* 40, 739–792.

European Central Bank. (2008). Financial Stability Report (June). Frankfurt: European Central Bank.

Fei, Y., Xu, X., & Ding, R. (2013). Sovereign wealth fund and financial crisis—a shifting paradigm. *China Finance Review International*, 3(1), 42-60.

Fernandes, N. (2009). Sovereign wealth funds: Investment choices and implications around the world.

Fernandes, N., & Bris, A. (2009). Sovereign wealth revalued. *Financial Times*, February 12th 2009.

Ferreira, M., Matos, P., 2008. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88, 499–533.

Fiechter, J. R. W. (2010). The French Strategic Investment Fund: A Creative Approach to Complement SWF Regulation or Mere Protectionism?. *Journal of Applied Economy*, 3, 59-77.

Foreign Investment National Security Act (2007) <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-110hr556enr/pdf/BILLS-110hr556enr.pdf>

Fotak, V., Bortolotti, B., Megginson, W., & Miracky, W. (2008). The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies. *Unpublished working paper, University of Oklahoma and Università di Torino*.

Gartzke, E. (1998). Kant we all just get along? Opportunity, willingness, and the origins of the democratic peace. *American Journal of Political Science*, 1-27.

Ghahramani, S. (2013). Sovereign wealth funds and shareholder activism: applying the Ryan-Schneider antecedents to determine policy implications. *Corporate Governance*, 13(1), 58-69.

GIC (2012). Report on the management of the government portfolio 2012/2013 – Government of Singapore Investment Corporation

Gorton, G. B. (2009). Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007. *Available at SSRN 1401882*.

Hall, B. (2008) Sarkozy plans new French wealth fund, *Financial Times*, October 23, 2008 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e1f97c38-a10d-11dd-82fd-000077b07658.html?siteedition=intl#axzz35geY0SKU>

Holderness, C., 2003. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review* 9, 51–64.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of financial Economics*, 21(2), 149-175.

- Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1994). The financial performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 293-332.
- IWG, O. (2008). *Sovereign wealth funds: Generally accepted principles and practices" Santiago principles*. Tech. rep., International Working Group on Sovereign Wealth Funds.
- Jen, S. (2007). Sovereign Wealth Funds. *World economics*, 8(4), 1-7.
- Johnson S., La Port R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (2000) Tunnelling. NBER Working Paper No 7523
- Jory, S. R., Perry, M. J., & Hemphill, T. A. (2010). The role of sovereign wealth funds in global financial intermediation. *Thunderbird International Business Review*, 52(6), 589-604.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254.
- Karpoff, J., Malatesta, P., Walkling, R., 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 42, 295–365.
- Kern, S., Speyer, B., Kaiser, S., & Walter, N. (2007). Sovereign wealth funds–state investments on the rise. *Deutsche Bank Research*, 10, 1-20.
- Kerr, D. (2008) Arab Sovereign Wealth Funds Dip a Toe in the Debt Pool, *The Wall Street Journal*, August 13, 2008 <http://blogs.wsj.com/deals/2008/08/13/arab-sovereign-wealth-funds-dip-a-toe-in-the-debt-pool/>
- Kimmit R.M. (2008). Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy.
- King, G., & Lowe, W. (2003). An automated information extraction tool for international conflict data with performance as good as human coders: A rare events evaluation design. *International Organization*, 57(03), 617-642.
- Knill, A. M., Lee, B. S., & Mauck, N. (2012). Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 315-340.
- Knill, A., Lee, B. S., & Mauck, N. (2012b). Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 108-123.
- Kose, M. A., Otrok, C., & Prasad, E. (2012). GLOBAL BUSINESS CYCLES: CONVERGENCE OR DECOUPLING?*. *International Economic Review*, 53(2), 511-538.
- Kotter, J., & Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 360-381

- Lee, B. S., & In, F. H. (2013). Do Sovereign Wealth Funds Make Informed Investment Decisions?. *FIRN Research Paper*.
- Lenihan, A. T. (2014). Sovereign wealth funds and the acquisition of power. *New Political Economy*, 19(2), 227-257.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P., 2003. Investor protection and earnings management: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69, 505–527.
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P., Zein, J., 2006. When financial institutions are large shareholders: the role of macrocorporate governance environments. *Journal of Finance* 61, 2975–3007.
- Lin, Hsiang-Chun and Hong Bo, 2012. State ownership and financial constraints on investment of Chinese-listed firms: New evidence. *European Journal of Finance* 18.
- Meggison, W. L., You, M., & Han, L. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments. *Financial Review*, 48(4), 539-572.
- Mikkelson, W. H., & Shah, K. (1994). Performance of companies around initial public offerings. *Available at SSRN 5323*.
- Norges Bank Investment Management (2013). Government Pension Fund Global Annual Report. Norges Bank Investment Management.
- Posner, R. A. (2009). *A failure of capitalism: The crisis of'08 and the descent into depression*. Harvard University Press.
- Quadrio Curzio A., Miceli V.(2009). *I fondi sovrani*. Ed. Il Mulino.
- Reisen, H. (2008). *How to spend it: Commodity and non-commodity sovereign wealth funds* (No. 28). Research notes working paper series//Deutsche Bank Research.
- Rose, P. (2008) Sovereign wealth funds: active or passive investors? *Yale Law Journal Pocket Part*, 118, 104.
- Rozanov (2005). “Who holds the wealth of nations?”, *Central Banking Journal*, Volume XV, n 4, 2005, pp 52-57.
- Sanger D., (2006) Under Pressure, Dubai Company Drops Port Deal, *New York Times*, March 10th 2006, <http://www.nytimes.com/2006/03/10/politics/10ports.html?pagewanted=all& r=0>
- Scherer, B. (2009). A note on portfolio choice for sovereign wealth funds. *Financial Markets and Portfolio Management*, 23(3), 315-327.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461–488.

- Shleifer, A., Vishny, R., 1994. *Politicians and firms*. Quarterly Journal of Economics 109, 995–1025.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance 52, 737–783.
- Sojli, E., & Tham, W. W. (2011). The impact of foreign government investments: Sovereign wealth fund investments in the United States. *International Finance Review*, 12, 207-243.
- Stiglitz, J. E. (2003). *Globalization and its Discontents*. WW Norton & Company.
- Summers, L. H. (2007). Opportunities in an era of large and growing official wealth. In *Sovereign Wealth Management*. Central Banking Publications. London. 2007.
- Temasek (2013). *Temasek Annual Report, Beyond Investing*. Temasek Holdings.
- The Management of the Government Pension Fund. (2014). Report Number 19 to the Storting. *Regjeringen* http://www.regjeringen.no/pages/38671176/translation1_2.pdf
- Truman, E. M. (2008). *Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability*. Peterson Institute for International Economics.
- Truman (2013). *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard*. Peterson Institute for International Economics.
- U.S. Department of the Treasury. (2007). Semi-annual Report on International Economic and Exchange Rate Policies. Washington, DC: U.S. Department of Treasury. Retrieved from http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007_Appendix-3.pdf
- U.S. Energy Information Administration Report (2014). Norway Report. <http://www.eia.gov/countries/analysisbriefs/Norway/norway.pdf>
- Wahal, S., 1996. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 1–23.
- Wicksell K. (1986). *Studies in the Theory of Public Finance*.
- Wu, F., Goh, C., & Hajela, R. (2012). Transformation of China's sovereign wealth fund since the 2008-2009 global crisis. *Thunderbird International Business Review*, 54(3), 347-359.
- Xie P., & Chen, C. (2008). *Sovereign wealth funds, macroeconomic policy alignment and financial stability*. Macroeconomic Policy Alignment and Financial Stability (November 21, 2008).

Yu, J., Xu, B., Yang, H., & Shi, Y. (2010). *The strategic asset allocation optimization model of sovereign wealth funds based on maximum CRRA utility & minimum VAR*. *Procedia Computer Science*, 1(1), 2433-2440.

11 Appendice

11.1 Lista Sovereign Wealth Funds

Country	Current Name	Date established	Source of found	Total holdings (miliardi di dollari US)	
				All assets	Foreign assets
NON PENSION SWFs					
Algeria	Revenue Regulation Fund	2000	Natural resources	55	55
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	1999	Natural resources	35	35
Botswana	Pula Fund ^b	1993	Natural resources	5	5
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	1983	Natural resources	30	30
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	2006	Natural resources	22	22
China	China Investment Corporation ^d	2007	Foreign exchange reserves	482	187
	Shanghai Financial Holdings ^{c,d}	2007	Fiscal surpluses	1	1
Gabon	Fund for Future Generations ^c	1998	Natural resources	0,4	0,4
Hong Kong	Exchange Fund Investment Portfolio ^{b,d}	1993	Foreign exchange reserves, Fiscal surpluses	359	334

Kazakhstan	National Fund for the Republic of Kazakhstan	2000	Natural resources	76	74
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956	Natural resources	0.6	0.6
Korea	Korea Investment Corporation ^b	2005	Foreign exchange reserves	57	57
Kuwait	Kuwait Investment Authority ^d	1953	Natural resources	342	342
Libya	Libyan Investment Authority ^c	2006	Natural resources	56	56
Ireland	National Pensions Reserve Fund	2001	Fiscal surpluses	15	4
Malaysia	Khazanah Nasional	1993	Fiscal surpluses	40	4
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	2000	Natural resources	6	6
New Zealand	Superannuation Fund	2001	Fiscal surpluses	23	18
Norway	Government Pension Fund-Global	1990	Natural resources	720	720
Oman	State General Reserve Fund	1980	Natural resources	13	13
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	Natural resources	115	115
Russia	National Welfare Fund	2008	Natural resources	171	171
Sao Tomé and Príncipe	National Oil Account	2004	Natural resources	0.1	0.1
Saudi Arabia	Saudi Arabian Monetary Agency	1952	Natural resources	270	270
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	1981	Foreign exchange reserves, Fiscal surpluses, Employee contributions	248	248
	Temasek Holdings	1974	Government enterprises	174	122

Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	2002	Natural resources	0,1	0,1
Timor-Leste	Petroleum Fund	2005	Natural resources	13	13
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2007	Natural resources	5	5
Unites Arab Emirates	Emirates Investment Authority	2007	Natural resources	6	6
Unites Arab Emirates (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority and Council	1976	Natural resources	627	627
	International Petroleum Investment Company	1984	Natural resources	65	65
	Mubadala Development Company	2002	Natural resources	55	22
Unites Arab Emirates (Dubai)	DIFC Investments	2006	Natural resources	0.5	0.5
	Dubai International Capital	2004	Natural resources	13	12
	Investment Corporation of Dubai	2006	Natural resources	70	70
	Istithmar World	2003	Natural resources	12	12
United States	Alaska Permanent Fund	1976	Natural resources	47	17
	Severance Tax Permanent Fund (New Mexico)	1973	Natural resources	4	0.5
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	1998	Natural resources	0.8	0.8
	National Development Fund	2005	Natural resources	0.8	0.8
PENSION SWFs					
Canada	Canada Pension Plan	1966	Employee contributions	183	116

	Caisse de depot et placement di Québec ^d	1965	Employee contributions	176	75
China	National Social Security Fund	2000	Fiscal surpluses	161	32
France	Fonds de réserve pour les retraites	2001	Fiscal surpluses	48	32
Japan	Government Pension Investment Fund	1961	Employee contributions	1,293	292
Netherlands	Stichting Pensioenfondas ABP ^d	1922	Employee contributions	369	303
United States	California Public Employees' Retirement System ^d	1932	Employee contributions	258	71

Sources: Truman (2013)

11.2 Variance Inflation Factors

Regressione intero campione

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared	
SalesGrowth	2.26	1.50	0.4433	0.5567	
ROIC	1.42	1.19	0.7034	0.2966	
ROE	1.14	1.07	0.8742	0.1258	
Acquisizione	1.13	1.06	0.8821	0.1179	
Quota	1.22	1.11	0.8172	0.1828	
Commodity	2.66	1.63	0.3764	0.6236	
TrasparenzaTruman		2.24	1.50	0.4473	0.5527
CrossBorder	1.41	1.19	0.7093	0.2907	
DimensioneTarget		1.60	1.26	0.6261	0.3739
EsperienzaSWF	1.58	1.26	0.6325	0.3675	
Mean VIF	1.67				

Regressioni sotto campione Cross-border

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared	
SalesGrowth	2.43	1.56	0.4123	0.5877	
ROIC	1.43	1.19	0.7009	0.2991	
ROE	1.16	1.08	0.8636	0.1364	
Acquisizione	1.14	1.07	0.8799	0.1201	
Quota	1.15	1.07	0.8675	0.1325	
Commodity	4.00	2.00	0.2500	0.7500	
TrasparenzaTruman		3.16	1.78	0.3164	0.6836
DimensioneTarget		1.73	1.31	0.5785	0.4215
EsperienzaSWF	1.68	1.29	0.5965	0.4035	
Mean VIF	1.99				

Regressioni sotto campione domestiche

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared	
SalesGrowth	2.02	1.42	0.4950	0.5050	
ROIC	4.02	2.01	0.2486	0.7514	
ROE	2.85	1.69	0.3506	0.6494	
Acquisizione	1.39	1.18	0.7214	0.2786	
Quota	1.61	1.27	0.6209	0.3791	
Commodity	1.95	1.40	0.5127	0.4873	
TrasparenzaTruman		1.64	1.28	0.6083	0.3917
DimensioneTarget		2.51	1.59	0.3979	0.6021
EsperienzaSWF	2.08	1.44	0.4800	0.5200	
Mean VIF	2.23				

11.3 Componenti Indice di Trasparenza Truman

Structure	
Objective stated	
Fiscal treatment:	Source of funding
	Use of fund earnings
	Integrated with budget
	Guidelines followed
Changes in the structure	
Separate from international reserves	
Governance	
Role of government	
Role of managers	
Decisions made by managers	
Guidelines for corporate responsibility	
Ethical guidelines	
Accountability and transparency	
Investment strategy implementation:	Categories
	Benchmarks
	Credit ratings
	Mandates
Investment activities:	Size
	Returns
	Location
	Specific investments
Reports	Currency composition
	Annual
	Quarterly
Audit	Audited
	Published
	Independent
Behavior	
Portfolio adjustment	
Limits on stakes	
No controlling stakes	
Policy on leverage	
Derivatives	Policy on derivatives
	For hedging only