



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Percorso: Gestione dell'Innovazione e Imprenditorialità

Classe: LM-31

A.a. 2023/2024

Sessione di Laurea Ottobre 2024

FONDI SOVRANI E I LORO INVESTIMENTI STRATEGICI

Relatori:

Prof. Carlo Cambini

Candidati:

Riccardo Zagni

Sommario

Abstract	1
Introduzione	2
Capitolo 1: L'ascesa dello Stato fiduciario	3
1.1 SWF: origine e cosa sono	3
1.2 SWF: Quadro Globale	7
1.3 SWF: Opinione Pubblica e Governance	11
Capitolo 2: Investimenti Strategici	14
2.1 Storici investimenti: Settori	14
2.2 Investimenti Sostenibili	21
2.3 Risposte alle Crisi	32
2.3.1 Crisi 2008	32
2.3.2 Crisi Covid	33
Capitolo 3: Fondi e Strategie a Confronto	36
3.1 Analisi Geografica	37
3.2 Portafoglio di investimenti	39
3.3 Analisi Finanziaria	46
Capitolo 4: Sport ed Intrattenimento: la nuova frontiera dei Fondi Sovrani	54
Capitolo 5: Conclusioni	65
Bibliografia & Sitografia	69
Bibliografia:	69
Sitografia:	72

Abstract

Questa tesi esplora il ruolo e l'importanza dei fondi sovrani (Sovereign Wealth Funds - SWF) nelle dinamiche economiche globali, evidenziando la loro capacità di influenzare mercati internazionali e locali. Viene analizzata l'evoluzione di tali fondi, dagli investimenti interni alla diversificazione globale del portafoglio, con un focus particolare sui settori in crescita come la sostenibilità e l'intrattenimento. Attraverso casi studio di alcuni fondi in Medio Oriente, si sottolinea il loro impatto su vari ambiti, inclusi sport, cultura e innovazione tecnologica. La tesi analizza anche le criticità connesse alla trasparenza e alla gestione politica, il comportamento che i fondi sovrani hanno adottato in tempi di crisi e propone riflessioni sul futuro ruolo dei SWF.

Introduzione

In un mondo sempre più globalizzato e interconnesso, i fondi sovrani si stanno ritagliando un ruolo di maggiore importanza. Questi fondi sono istituzioni finanziarie, di proprietà di Stati nazionali, divenute attori chiave nell'economia globale grazie alla loro capacità di influenzare i mercati finanziari e di realizzare investimenti strategici a lungo termine. I fondi sovrani, evoluti a partire dai fondi di stabilizzazione, sono nati principalmente per gestire i surplus di bilancio o le riserve derivanti dalla vendita di risorse naturali di cui il paese sponsorizzante del fondo è molto ricca. Tuttavia, questi fondi nel corso del tempo hanno subito un'evoluzione, e se in passato erano visti come strumenti per stabilizzare le economie interne, oggi il loro raggio d'azione si estende ben oltre i confini nazionali, spaziando dall'acquisizione di asset strategici all'investimento in settori chiave per lo sviluppo economico globale, come tecnologia, energia, infrastrutture e sostenibilità.

L'importanza dei fondi sovrani non è legata soltanto alla dimensione economica, ma anche a quella geopolitica. Queste istituzioni, infatti, rappresentano per molti Paesi, soprattutto quelli produttori di risorse naturali, un modo per diversificare l'economia e ridurre la dipendenza dalle fluttuazioni dei mercati delle materie prime. A tal proposito, il Medio Oriente, con i suoi immensi fondi derivanti dal petrolio, è una delle aree che più ha saputo sfruttare il potenziale di questi strumenti finanziari per consolidare il proprio potere economico e influenzare l'economia globale. Non solo, nella loro strategia sono presenti operazioni che permettano di acquisire notorietà ed avere un ritorno di immagine non quantificabile da un punto di vista economico.

Col passare degli anni il focus degli investimenti da parte dei SWF si amplifica, iniziando a tenere fortemente in considerazione aspetti di sostenibilità. All'interno di questo elaborato verrà messa in luce l'evoluzione della strategia di investimento dei fondi sovrani, dimostrando come questi cercano di avvicinarsi a fondi di energia pulita e rinnovabile.

In questo contesto, l'attenzione non è più focalizzata esclusivamente sul proprio ritorno economico e di immagine, ma anche su come questi fondi possano essere utilizzati per risolvere crisi economiche interne ed esterne. Ad esempio, durante la crisi finanziaria del 2008, i fondi sovrani sono stati in grado di agire come "investitori salvatori", fornendo liquidità e stabilità ai mercati. Analogamente, durante la pandemia di COVID-19, molti di questi fondi hanno svolto un ruolo fondamentale nel sostenere le economie domestiche in difficoltà, pur continuando a investire in asset strategici internazionali e contribuendo nella ricerca di una cura.

Questa tesi si propone di esplorare l'evoluzione dei fondi sovrani, le loro strategie di investimento e l'impatto che hanno avuto non solo a livello economico, ma anche sociale e culturale. A tal proposito verranno analizzati casi studio di fondi sovrani appartenenti a Paesi come il Qatar, gli Emirati Arabi Uniti e l'Arabia Saudita, con un focus particolare sul loro impatto nel mondo dello sport e dell'intrattenimento. Grazie a queste operazioni, tali Paesi, oltre ad essere quelli che di più hanno investito nel mondo dello sport attraverso i propri fondi sovrani, hanno non solo rafforzato la propria presenza sui mercati internazionali, ma hanno anche contribuito a far conoscere e migliorare l'immagine del Medio Oriente agli occhi del mondo.

Capitolo 1: L'ascesa dello Stato fiduciario

Stiamo vivendo in un contesto sempre più globalizzato e sempre più in rapida evoluzione sotto aspetti in ambito culturale, sociale ed economico. In questo scenario, ci sono istituzioni finanziarie che hanno acquisito il potere di incidere, in maniera differente, ma rilevante, sugli aspetti sopracitati, più di altre: stiamo parlando dei fondi sovrani (*Sovereigns Wealth Found – SWF*). In linea generale, i fondi sovrani, come dice il nome, sono dei veri e propri fondi di proprietà di uno Stato impiegati per effettuare investimenti di varia natura.

In questo capitolo vogliamo studiare quali sono le origini dei SWF, dove nascono e dove sono localizzati i principali fondi sovrani del mondo (e perché), e come evolve nel corso del tempo la loro strategia di investimento. Avremo modo di discutere quali sono gli aspetti positivi e negativi di un fondo sovrano, anche sulla base della loro natura o del Paese che li “sponsorizza”, ponendo l’attenzione su possibili aspetti critici su cui l’opinione pubblica ha già, e sta continuando, a porre l’attenzione; ma anche sottolineando i benefici che la comunità, aziende, o stakeholders in genere possono ricavare.

1.1 SWF: origine e cosa sono

Non è semplice fornire una definizione univoca e accettata dai più su cosa sia un fondo sovrano. Vedremo successivamente definizioni più accurate, ma, per il momento, possiamo descrivere un fondo sovrano come uno strumento di investimento di proprietà di uno Stato, quindi appartenente ad un governo.

È difficile trovare una definizione univoca perché i SWF non sono tutti uguali tra loro, ma dipendono molto dalla loro origine e dallo stato in cui emergono, ma non solo, dipendono anche dalla strategia che i governi adottano nel loro impiego. Vedremo dei casi in cui un fondo sovrano è amministrato in ottica di gestione e politica interna al Paese, mentre altri sono impiegati nel diversificare il portafoglio estero di un Paese in termini di ricchezza ed investimenti.

Sebbene gli SWF siano un gruppo eterogeneo, la maggior parte degli SWF più grandi e consolidati si è evoluta da fondi istituiti dai governi con flussi di entrate dipendenti dal valore di una determinata merce sottostante e che desideravano diversificare gli investimenti per stabilizzare le entrate. Di conseguenza, la maggior parte dei SWF sono stati istituiti in Paesi ricchi di risorse naturali come il petrolio, ma anche materiali grezzi quali carbone, diamanti, rame, altri minerali e di più recente rilevanza il gas naturale. Di questo gruppo fanno parte quei fondi sponsorizzati da Paesi quali Russia, Norvegia, Malesia e tutti quei Paesi appartenenti al Golfo Arabico.

Sebbene le risorse naturali costituiscano la principale fonte di ricchezza che sta alla base di questi fondi, questa non è l’unica ragione: un secondo gruppo cospicuo di fondi sovrani sono quelli finanziati a partire da riserve di valuta estere in seguito a grossi flussi di esportazioni consistenti. Questo è il caso di Singapore, Corea, Cina e altri Paesi dell’est asiatico.

Per queste ragioni possiamo fare una prima classificazione, molto eterogenea, suddividendo i SWF sulla base della loro natura in due gruppi principali:

- Fondi sovrani basati sul petrolio e altre risorse naturali
- Fondi sovrani basati sul surplus commerciale

Non esiste propriamente un “anno zero” a partire dal quale i fondi sovrani sono subentrati sulla scena economica globale, troviamo infatti, tra i fondi sovrani più importanti al mondo, alcuni di più lunga vita come il Kuwait Investment Authority (KIA), fondo sovrano del Kuwait appunto, fondato nel 1953. Altri sono di più recente fondazione come il Norges Bank Investment Management (GPIF) sponsorizzato dalla Norvegia e istituito nel 1997, o il SAFE Investment Company localizzato in Cina e fondato sempre nel 1997; che sono rispettivamente il primo e terzo fondo sovrano più rilevate al mondo in termini di asset gestiti.

Tuttavia, due fenomeni economici hanno promosso la crescita dei fondi sovrani in genere a partire dal 1999.

Il primo è il massiccio accumulo di riserve ufficiali estere da parte delle banche centrali che è stato causato dalla crisi finanziaria asiatica del 1997-1998: in risposta, i governi, secondo la Banca mondiale, hanno accumulato riserve valutarie estere sempre più massicce negli ultimi quindici anni raggiungendo 12,338 trilioni di dollari alla fine del 2012. Questo li ha spinti a riallocare alcuni asset agli SWF, per cercare un ritorno commerciale senza dover convertire dollari.

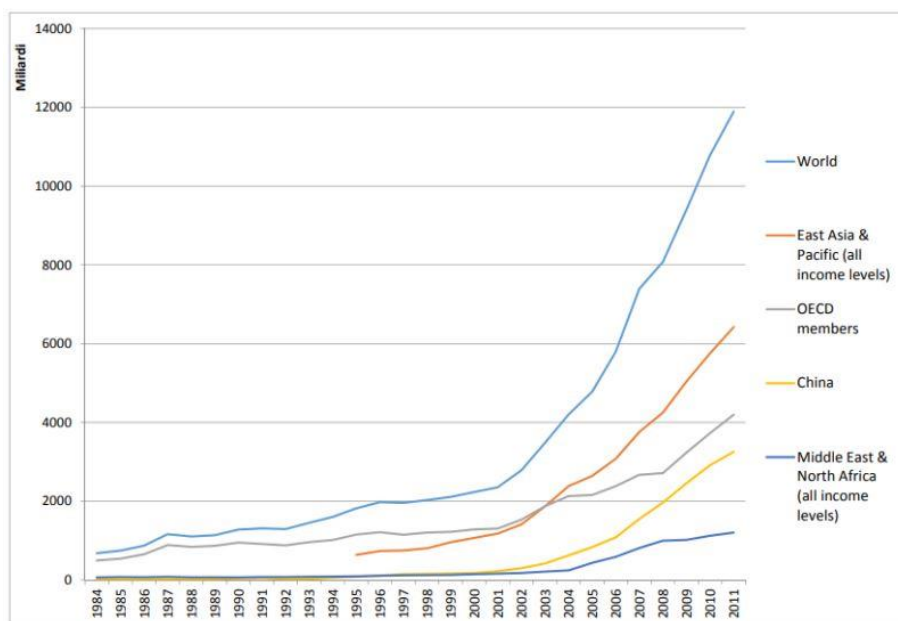


Figura 1: Totale riserve valutarie estere¹

Come evince dal grafico in *figura 1*, non è quindi un caso che i due fondi sovrani rispettivamente secondo e terzo nella classifica globale per numero di asset totali siano cinesi, di cui il secondo di più recente fondazione. Rispettivamente sono:

- Il China Investment Corporation (CIC) fondato nel 2007 e con un AUM (Asset Under Management) di 1,350 miliardi di dollari
- Il già citato SAFE Investment Company fondato nel 1997 con un AUM di 1,090 miliardi di dollari

¹ Fonte: [World Bank Open Data](#)

Il secondo fenomeno che ha alimentato la recente crescita dei SWF è l'aumento repentino del prezzo del petrolio al barile, che è passato da 10\$ al barile nel 1998 fino a raggiungere i 140\$ nel 2008 dopo aver trovato una sua stabilizzazione attorno ai 90\$ – 110\$ dal 2010 al 2015. Negli ultimi anni il prezzo al barile ha subito forti oscillamenti, a partire dal 2016 dove ha raggiunto un prezzo di 30\$ a barile: questo fu causato da una combinazione di sovrapproduzione di petrolio, tensioni geopolitiche e vendite di azioni nel settore energetico. La situazione è peggiorata nel 2020 a causa della pandemia da Covid-19 raggiungendo il prezzo minimo degli ultimi 20 anni pari a circa 18\$ al barile. Tuttavia, nell'arco di poco più di 2 anni, il prezzo del barile ha riscontrato un forte rialzo raggiungendo nuovamente i 110\$, questo a causa della situazione politica tra Russia e Ucraina che ha creato grande incertezza nell'approvvigionamento di petrolio e gas, contestualmente ad un calo della produzione da parte dei principali paesi produttori, portando ad un aumento generale dei prezzi.



Figura 2: Prezzo petrolio al barile 2000-2024²

Queste oscillazioni, che spesso hanno coinciso con gradi momenti di crisi, o al contrario, periodi di forte crescita, hanno contribuito a sviluppare molti dei più recenti, e importanti, SWF.

Abbiamo finora classificato i fondi sovrani in base al bene sottostante a partire dal quale si sono sviluppati (risorse naturali o surplus economico), ma come già anticipato, questo non è l'unico modo di classificare un gruppo così eterogeneo. Come riassume Bortolotti (2013), una possibile classificazione alternativa è incentrata sullo scopo per cui un determinato fondo nasce. In generale possiamo identificare tre macro-gruppi:

- Fondi di risparmio
- Fondi focalizzati allo sviluppo economico interno
- Fondi focalizzati alla diversificazione delle riserve nazionali tramite investimenti in ambito internazionale in aziende in cui, nella maggior parte dei casi, la quota detenuta non è di controllo

Questi tre scopi non sono tra loro mutuamente escludenti, ma potrebbero coesistere all'interno di uno stesso fondo: è il caso del fondo norvegese GPFG che nasce come fondo di risparmio e sviluppo economico interno al Paese, mentre altri fondi appartenenti al golfo

² Fonte: [Petrolio WTI : quotazione e grafico in tempo reale | Money.it](#)

Persico (Emirati Arabi, Qatar, etc.) nascono per la diversificazione del portafoglio nazionale, ma in certi momenti storici, come vedremo in seguito, hanno (anche) dovuto spostare il proprio focus sullo sviluppo economico interno³.

Per quanto detto finora, i fondi sovrani possono essere visti come strumenti molto simili ai fondi speculativi, nel senso che appaiono come un bacino di capitali autonomi e non regolamentati gestiti da professionisti dell'investimento che acquistano quote azionarie in società quotate in borsa (Klein e Zur - 2009). Tuttavia, la sostanziale differenza è che i fondi sovrani sono di proprietà statale e quindi sono inevitabilmente regolati in maniera diversa rispetto ad altri grandi investitori istituzionali.

Inoltre, Bortolotti⁴, nel suo elaborato "*The rise of sovereign wealth funds: definition, organization, and governance*" (2019) spiega come buona parte dei fondi sovrani nati prima degli anni 2000, altro non sono se non una evoluzione dai precursori dei fondi di stabilizzazione delle materie prime. Lo scopo principale di un fondo di stabilizzazione è compensare le diminuzioni di entrate dovute alla caduta dei prezzi delle materie prime o dei livelli di produzione, e la maggior parte di tali fondi è impiegata da paesi i cui bilanci dipendono fortemente dalle risorse naturali, medesimi paesi già enunciati in precedenza, in cui oggi siamo testimoni di fondi sovrani molto sviluppati. Come si discute nell'elaborato, i fondi di stabilizzazione dei primi anni spesso soffrivano di una cattiva gestione e del costante pericolo che i politici cedessero alla tentazione di promuovere una spesa interna eccessiva.

Una significativa evoluzione è stata segnata dagli economisti della Scuola di Chicago incaricati di riformare l'economia cilena a metà degli anni '80, che hanno istituito il Fondo di stabilizzazione sociale ed economica cileno nel 1985 con un finanziamento parziale dalla Banca mondiale. Il fondo incorporava molte delle caratteristiche di un moderno SWF in quanto beneficiava di un consiglio indipendente che stabiliva i livelli obiettivo di accumulo e prelievo, con l'obiettivo di minimizzare l'interferenza politica con il fondo e quindi frenare la spesa pubblica. Il successo di questa operazione ha portato altri stati a replicare questo tipo di modello.

Il passaggio evolutivo da fondo di stabilizzazione, a fondo sovrano è stato graduale, sebbene permangano alcune sostanziali differenze: i fondi di stabilizzazione promuovono lo sviluppo locale investendo quindi in ambito nazionale, mentre i SWF mirano a ottenere, nella maggior parte dei casi, rendimenti finanziari diversificando il proprio portafoglio soprattutto all'estero.

Infine, per quanto abbiamo detto che esistono fondi sovrani di più lunga fondazione, è solo nel 2005 che il termine "sovereign wealth fund" è stato coniato da parte di Andrew Rozanov, manager di Permal, un fondo di investimenti che ha creato uno dei primi hedge fund. Rozanov collabora anche con alcuni dei più importanti giornali economici ed è esperto di economia orientale. È stato lui a mettere a fuoco il cambiamento dei tradizionali fondi, che fin dal 1800 gestivano le riserve in valuta estera degli Stati.

È evidente a questo punto la difficoltà di fornire una definizione univoca: il gruppo dei SWF è troppo eterogeneo, inoltre pochi fondi sovrani hanno divulgato dettagli organizzativi

³ Vedremo in seguito nel corso di questo elaborato come i SWF hanno investito e aiutato il paese che li sponsorizzava per reagire alla crisi finanziaria del 2008 e durante la crisi scaturita dalla pandemia Covid19

⁴ Docente, ricercatore e direttore del Sovereign Investments Lab all'università Bocconi di Milano

chiave, e questo li porta ad essere raggruppati tutti insieme sebbene esistano sostanziali differenze tra i vari fondi da un punto di vista di struttura organizzativa, obiettivi di investimento, politiche di gestione e grado di trasparenza finanziaria.

Come abbiamo cercato di far intendere finora, la maggior parte delle definizioni concordano nell'affermare che si tratta di fondi di investimento di proprietà statale che effettuano investimenti nazionali ed internazionali nel lungo termine alla ricerca di rendimenti. In questo elaborato, noi utilizzeremo la stessa definizione impiegata da Bortolotti e dal Sovereign Investment Lab⁵: (1) un fondo sovrano SWF è un fondo di investimento anziché una società operativa; (2) che è interamente di proprietà di un governo sovrano, ma organizzato separatamente dalla banca centrale o dal ministero delle finanze per proteggerlo da eccessive influenze politiche; (3) che effettua investimenti internazionali e nazionali in una varietà di asset rischiosi; (4) che è incaricato di cercare un rendimento commerciale; e (5) che è un fondo di ricchezza piuttosto che un fondo pensione, il che significa che il fondo non è finanziato con contributi da pensionati e non ha un flusso di passività vincolate ai singoli cittadini.

Con questo abbiamo cercato di fornire una panoramica più esaustiva possibile in merito a cosa sono e come nascono i fondi sovrani sparsi per il mondo. Nel prossimo paragrafo andiamo a redigere una classifica dei fondi sovrani più sviluppati ed importanti, per poi fare delle analisi in termini di asset.

1.2 SWF: quadro globale

Andiamo a ora a redigere una classifica dei 20 fondi sovrani più importanti al mondo incrociando il database del Sovereign Investment Lab, in modo che i fondi sovrani selezionati rispettino la definizione su cui questa analisi si basa, con i dati del Sovereign Wealth Fund Institute SWFI⁶.

Nella tabella seguente, i fondi sovrani saranno ordinati quantitativamente in ordine decrescente, a partire dal fondo con maggiore AUM (Asset Under Management) in termini di dollari. Saranno rilevanti anche l'anno di fondazione, il Paese e la risorsa che dà origine al fondo.

È da sottolineare che nella tabella, alla voce "Risorsa d'origine", si intende la fonte da cui i paesi rappresentanti hanno trovato la ricchezza necessaria per la creazione del fondo. L'informazione "petrolio" deve essere intesa in più larga scala come "risorse naturali", che nella maggior parte dei casi coincide con "petrolio", ma può comprendere anche "gas naturale" o altro. Questa semplificazione permette un'analisi più immediata nel raggruppamento dei dati.

⁵ Progetto dell'università Bocconi di Milano che mette insieme un gruppo di ricercatori con l'obiettivo di studiare i fondi sovrani e i relativi effetti che questi possono avere in termini economici, finanziari, politici e diplomatici

⁶ L'Istituto dei Fondi Sovrani (noto come SWFI) è una società americana che analizza i proprietari di beni pubblici come i fondi sovrani e altri investitori governativi a lungo termine. Inizialmente, l'Istituto dei Fondi Sovrani si concentrava esclusivamente sui fondi sovrani, si è ramificato per coprire tutti i tipi di investitori istituzionali pubblici.

Paese	Fondo	Anno	Risorsa d'origine	AUM (in miliardi di \$)
Norvegia	Norges Bank Investments Management (Norway GPF)	1996	Petrolio	\$1.631
Cina	China Investment Corporation (CIC)	2007	Surplus commerciale	\$1.350
Cina	SAFE Investment Company	1997	Surplus commerciale	\$1.090
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	Petrolio	\$993
Arabia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	1971	Petrolio	\$925
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	Petrolio	\$923
Singapore	GIC Private Limited (GIC)	1981	Surplus commerciale	\$770
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	2005	Petrolio	\$526
Singapore	Temasek Holdings	1974	Surplus commerciale	\$492
Cina	National Social Security Fund (NSSF)	2000	Surplus commerciale	\$414
UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai (ICD)	2006	Petrolio	\$341
UAE - Abu Dhabi	Mubadala Investment Company PJSC	2002	Petrolio	\$302
Sud Corea	Korea Investment Corporation (KIC)	2005	Surplus commerciale	\$189
Australia	Future Fund	2006	Non-Commodity	\$145
Russia	National Welfare Fund	2008	Petrolio	\$133
UAE - Abu Dhabi	Emirates Investment Authority (EIA)	2008	Petrolio	\$87
Azerbaijan	State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ)	1999	Petrolio	\$56
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	2000	Petrolio	\$55
Oman	Oman Investment Authority	2020	Petrolio	\$46
Libia	Libyan Investment Authority (LIA)	2006	Petrolio	\$39

Tabella 1: tabella costruita su Excel a partire da dati di SWFI

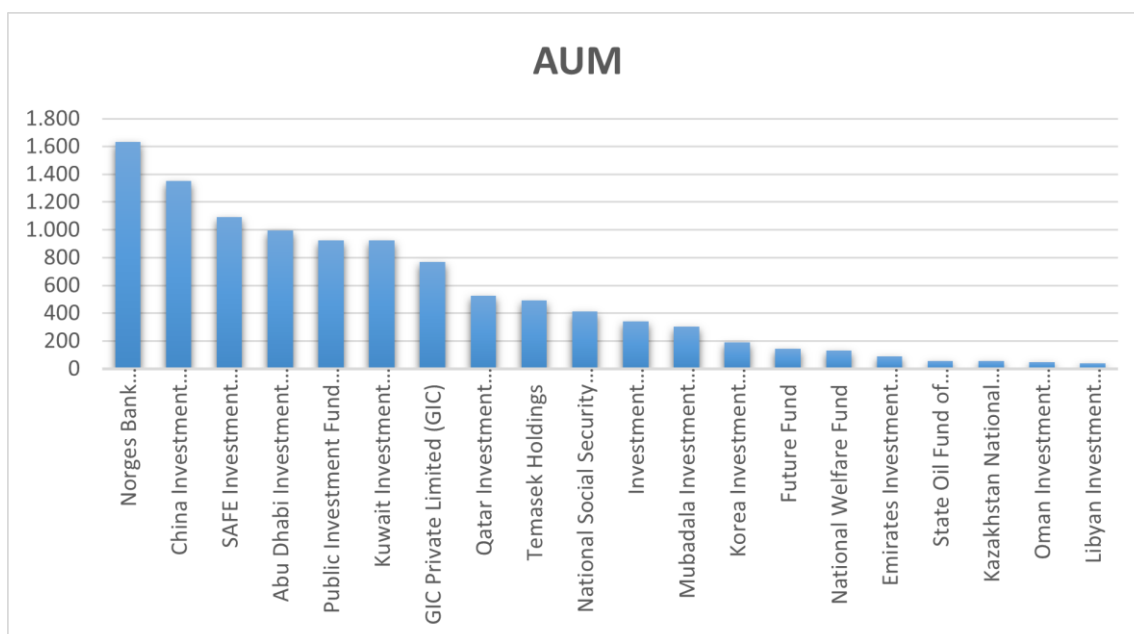


Figura 3: rappresentazione grafica

Nonostante esistano molti più SWF, la ricerca è limitata a “solo” 20 di questi, in primis poiché è già complicato trovare informazioni chiare ed esatte sui fondi selezionati (ricordiamo la poca trasparenza che distingue i fondi sovrani dagli altri investitori istituzionali). Secondariamente, il totale dell’AUM di tutti i fondi selezionati è di 10.507 miliardi di dollari, ma solo i primi quattro fondi in elenco costituiscono circa il 50% dell’AUM totale (48,2% per l’esattezza). Via via che si aumenta il numero di fondi selezionati, il loro apporto all’AUM totale decresce più che proporzionalmente: è sufficiente

notare che l'ultimo fondo in elenco, il Lybian Investment Authority, costituisce lo 0,4% dell'AUM totale.

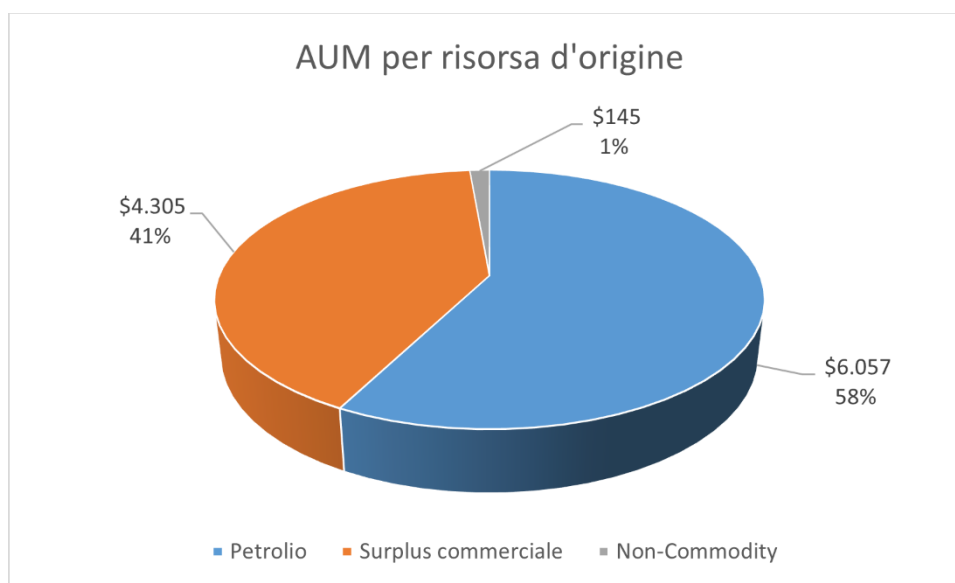


Figura 4: AUM per risorsa

Sono 13 su 20 i fondi sovrani che possiamo definire Oil-based o Resource-based (laddove includiamo non solo il petrolio), il quale complessivamente costituiscono il 60% del totale AUM generato. Questo a sottolineare l'importanza che risorse come petrolio e gas naturale rivestono ancora oggi nella creazione di ricchezza in favore dei paesi esportatori. La restante fetta della ricchezza appartiene a quei fondi sovrani che si sono fondati sul surplus commerciale, e non è un caso che appartengono tutti al continente asiatico, dove sono situati i paesi che più hanno tratto vantaggio dalla già nominata crisi asiatica scaturita dalla Thailandia e diffusa in alcuni paesi limitrofi. Questo ha infatti permesso agli stati più solidi economicamente (Cina e Singapore in particolar modo) di accumulare un'enorme ricchezza in valuta estera che ha contribuito a sviluppare i rispettivi fondi. È sorprendente, infatti, che la sola città-stato di Singapore sponsorizza il settimo e il nono SWF più grandi: la Government of Singapore Investment Corporation che è principalmente incaricata degli investimenti internazionali, e Temasek Holdings che si concentra sugli investimenti nazionali e regionali.

Il dato 1% fa riferimento all'Australia, il cui fondo non ha origine dal petrolio e nemmeno da surplus commerciale per come lo abbiamo inteso finora, ma si tratta di transazioni da parte del Governo anche legate alla vendita di un terzo della azienda Telstra⁷ in un processo di privatizzazione.

Infine, come ultima analisi, è interessante notare come si distribuiscono geograficamente i più importanti fondi sovrani attorno al globo: solo gli Emirati Arabi Uniti contano 4 su 20 fondi sovrani con maggiore AUM, con altri paesi del golfo arabico a completare la lista con altri 4 fondi sovrani (Kuwait, Oman, Arabia Saudita e Qatar) con un totale di 8 fondi sovrani su 20 racchiusi in una zona molto limitata di mondo. Solo due fondi provengono da democrazie di stile occidentale (Norvegia, Australia), anche se altri sono sponsorizzati da paesi che soddisfano la maggior parte delle definizioni di essere democratici (Corea,

⁷ Telstra è la più grande compagnia di telecomunicazioni australiana

Singapore, Russia). Niente meno di 12 dei 20 fondi sono stati lanciati da gennaio 2000, dimostrando di poter raccogliere un valore di asset notevole in un lasso di tempo ristretto: il China Investments Corporation ha “solo” 17 anni di vita, posizionandosi come quarto SWF più “giovane” dei 20 selezionati e detenendo il secondo posto in classifica per AUM totale.

Per fornire una panoramica completa sui fondi sovrani, interessiamoci ora di come questi vengano gestiti e amministrati, prestando anche particolare attenzione sull’influenza che la politica può avere su alcuni di questi.

Da sempre tutti i governi moderni svolgono ruoli di primo piano negli affari economici delle proprie nazioni e intervengono direttamente attraverso una vasta gamma di entità quali ministeri statali (del Tesoro ad esempio), imprese statali attraverso le quali lo Stato esercita il potere come azionista di controllo, ma ancora agenzie di controllo, banche commerciali, eccetera. I fondi sovrani, per quanto istituiti dal governo di un Paese, nella maggior parte dei casi tendono ad essere fondi autonomi con una propria indipendenza dall’attività politica. Ovviamente questa non è una regola generale e molto dipende dal tipo di governo stabilito nel paese “sponsorizzante” del fondo, sia questo democratico o meno. Come descritto nei lavori di Bortolotti, quando un governo desidera istituire un fondo sovrano, le prime questioni da affrontare sono di tipo organizzativo e di proprietà: come detto, la maggior parte dei governi separa deliberatamente il fondo sovrano da altre entità quali ministeri o banche, sia da un punto di vista legale che operativo; questo per poter proteggere i manager dei fondi da pressioni politiche esterne. Questo è un caso più vicino alle democrazie occidentali, tuttavia non è sempre così in quei paesi non democratici o regni.

A sostegno di quanto detto, da un lato troviamo il fondo sovrano norvegese GPFM dove la politica di investimento è stabilita da un consiglio indipendente di esperti e i manager del fondo sono completamente protetti dalle pressioni politiche nonostante il fondo sia amministrato dalla Norges Bank (la banca centrale). All'altro estremo (tra i fondi che occupano le prime posizioni della classifica di cui sopra) si trovano l'ADIA di Abu Dhabi e la Government Investment Company di Singapore, entrambi dei quali rispondono solo ai governanti della nazione e rifiutano di divulgare informazioni precise e specifiche.

Per quanto riguarda la gestione interna, quasi tutti i fondi tendono ad avere un numero di dipendenti estremamente ridotto se comparato agli asset che gestiscono: Il GPFM della Norvegia, il CIC della Cina e l'ADIA di Abu Dhabi hanno complessivamente meno di 3.000 dipendenti, ma gestiscono un AUM combinato di oltre 1,1 trilioni di dollari. In confronto, Fidelity Investments⁸, di proprietà privata, gestisce una quantità comparabile di asset dei suoi clienti, ma impiega 38.000 persone (Bortolotti, Fotak & Maddison 2019). Questo ridotto numero di dipendenti trascina con sé due elementi chiave:

- 1) I fondi sovrani fanno uso di agenti e manager esterni per effettuare investimenti o supervisionare l’andamento del proprio portafoglio come descritto in Clark e Monk (2009), Dixon e Monk (2013) e Al-Kharusi, Dixon e Monk (2014)
- 2) Questi fondi non dispongono del capitale umano da assegnare per svolgere ruoli importanti nelle governance aziendale delle aziende di cui detengono le quote.

⁸ Fidelity Investments Inc., comunemente indicata come Fidelity, è una multinazionale statunitense di servizi finanziari fondata nel 1946 con sede a Boston, nel Massachusetts.

È il quarto più grande gestore di fondi comuni e di fondi pensione del mondo (2.700 miliardi di dollari gestiti all'inizio del 2019).

Alcuni fondi sovrani che investono in un numero ridotto di aziende possono talvolta assegnare personale per occupare un posto all'interno del CdA, ma questo accade nella maggior parte dei casi in aziende nazionali.

Questo secondo punto è estremamente rilevante nel momento in cui spostiamo il focus dei fondi sovrani dal punto di vista economico alla percezione che l'opinione pubblica ha su questi strumenti di investimento. È comprensibile, infatti, che degli strumenti di investimento così efficaci, in grado di gestire un valore di asset dell'ordine di miliardi in relativamente poco tempo, poco trasparenti, ed in mano a governi non del tutto democratici, possano far sorgere delle preoccupazioni tra l'opinione pubblica. Questo secondo punto in merito al personale ridotto, crea una sorta di assicurazione, poiché implica che i fondi sovrani, appartenenti a stati non propriamente rinomati per la loro trasparenza, non hanno la possibilità di detenere ruoli di controllo diretto all'interno delle grandi aziende europee o estere.

Questa riflessione merita un'analisi più dettagliata nel corso del successivo paragrafo.

1.3 SWF: opinione pubblica e governance

La ribalta dei fondi sovrani si inserisce in un contesto generale di ultimi decenni del secolo scorso e primi anni 2000 caratterizzato da un forte fenomeno di privatizzazione. Infatti, dopo che molte delle numerose imprese statali (e talvolta monopolistiche) che producevano beni e servizi per la popolazione hanno registrato un malcontento generale dovuto alla scarsa qualità dei prodotti, molti governi hanno optato per privatizzare queste imprese dandole in gestione ad imprenditori. Questo processo di privatizzazione ha fatto raccogliere un complessivo di oltre 2,5 trilioni di dollari dal 1977, in cui hanno contribuito anche i fondi sovrani acquisendo quote in diverse aziende.

Nonostante abbiamo appena visto come alcuni fondi sovrani esistono ed operano già da più di 50 anni, questi sono subentrati nel dibattito pubblico solo di recente, in particolare nel 2007 quando il CIC ha acquistato una quota azionaria senza diritto di voto dal valore di tre miliardi di dollari del gruppo Blackstone Group⁹, per poi rivenderla nel 2018. Subito dopo nel 2008 con un ruolo di "salvatori" del sistema bancario americano in seguito alla crisi dei mutui subprime (approfondimento nel capitolo successivo). Sempre nel 2008 veniva pubblicato un articolo intitolato "*Sull'economia grigia: dalle privatizzazioni al nuovo capitalismo di Stato*" tenuto dall'editorialista Franco Locatelli del Sole24Ore in cui diversi esponenti si confrontano sul fenomeno della privatizzazione, del suo rallentamento dovuto alla crisi e del contributo dei fondi sovrani sullo scenario politico ed economico del tempo. Non entriamo nel merito dell'articolo, ma sottolineiamo solo alcuni punti salienti che si collegano a come i fondi sovrani vengono inquadrati dall'esterno. Ad esempio, sul discorso privatizzazioni, si discute di come alcuni paesi occidentali già allora pensavano a contromisure verso i fondi sovrani del mondo arabo e non solo: la Germania discute una legge che blocca la possibilità dei fondi di non avere quote oltre il 25% di un'azienda tedesca, la Francia ha espresso la volontà di costruire un fondo sovrano francese con scopo difensivo

⁹ The Blackstone Group è una delle più grandi società finanziarie del mondo, statunitense, specializzata nei settori di private equity, investimenti immobiliari, hedge funds, leveraged buyout e strategie di investimento

rispetto all'aggressione dei fondi esteri, nel Regno Unito viene stabilita la golden share¹⁰ in seguito ad un tentativo della Kuwait Investments Authority (fondo sovrano del Kuwait) di scalare la British Petroleum (società operante nel settore energetico e soprattutto del petrolio e del gas naturale) che era stata appena privatizzata.

Oltre a queste preoccupazioni in seguito alle privatizzazioni, le questioni principali sollevate dall'opinione pubblica, in accordo anche con gli studi di Bortolotti, sono:

- possibilità che il capitale dei fondi possa essere utilizzato per scopi politici e per acquisire quote in industrie strategiche;
- rischio di causare una bolla dei prezzi per quelle azioni in cui i SWF hanno effettuato un investimento cospicuo, con conseguente diminuzione della domanda di titoli del Tesoro;
- rischio di un aumento della volatilità dei mercati finanziari;
- possibilità che i fondi sovrani possano avere un effetto negativo sulla governance aziendale per la quale hanno acquisito azioni di maggioranza o no, a causa di eventuali influenze politiche;
- mancanza di trasparenza degli SWF, in particolare per quei fondi sponsorizzati da stati non occidentali;
- crescita esponenziale degli SWF, in un lasso di tempo ridotto;
- la preoccupazione più diffusa: essendo fondi di proprietà statale non agirebbero come investitori strettamente commerciali con lo scopo del più alto ritorno economico, ma sarebbero "costretti" a investire in posizioni strategiche in modo da ricercare una influenza politica oltre confine o avere accesso a tecnologie straniere.

La maggior parte di queste, e altre critiche, sono risultate infondate in quanto non esistono dati o evidenze di quanto viene affermato. Abbiamo già affrontato il discorso della governance aziendale e di come i fondi sovrani non abbiano il personale per ricoprire ruoli di comando all'interno di tutte le aziende per cui investono. Inoltre, tendenzialmente, non detengono mai quote di maggioranza, e laddove questo accada, si verifica in aziende domestiche in cui raramente "sfidano" i manager in carica. Dunque, nel corso degli anni, i fondi sovrani si sono dimostrati passivi e non conflittuali con i manager delle aziende target, anche perché, in quanto fondi di investimento esteri e statali, qualsiasi atteggiamento "aggressivo" che questi dovessero assumere potrebbe generare pressioni politiche o una reazione normativa da parte dei governi dei paesi destinatari. Abbiamo riscontrato che i fondi sovrani hanno avuto una crescita che possiamo classificare come esponenziale, ma sono un numero ridotto rispetto a tutti gli altri, e comunque, nonostante questa repentina crescita, non si sono riscontrati effetti significativamente negativi direttamente correlati a questo fattore. Anzi, oggi la maggior parte dei governi cerca attivamente il sostegno e gli investimenti dei fondi sovrani, con il Regno Unito che ha avuto il maggior successo da questo punto di vista (Bortolotti, 2019). Anche nell'articolo "Economia grigia" sopracitato si sottolinea come, ora come allora, l'Europa ha bisogno di grandi investitori pubblici o privati che guardino al

¹⁰ La golden share è l'istituto giuridico, di origine britannica, in forza del quale uno Stato, durante e a seguito di un processo di privatizzazione (o vendita di parte del capitale) di un'impresa pubblica, si riserva poteri speciali che possono essere esercitati dal governo durante il processo medesimo.

Fra questi poteri si segnalano quello di: riservare allo Stato stesso un certo quantitativo azionario, nominare un proprio membro nel consiglio di amministrazione della società oggetto di privatizzazione che goda di poteri più ampi, etc.

lungo periodo, ed il lato positivo di ottenere un investimento dai fondi sovrani è che riescono ad offrire una certa stabilità nonostante tendano ad avere logiche di carattere speculativo. Inoltre, sempre in risposta alle critiche sopracitate, si sottolinea come non bisogna temere i fondi sovrani che investono in infrastrutture e reti appartenenti ad altri Stati. Questo perché è molto maggiore il potere che lo Stato bersaglio dell'investimento ha e che può esercitare sulle infrastrutture pubbliche; infatti, è più facile per uno Stato esercitare la sua sovranità su una rete che non su altre attività. Al contrario, forse è più pericoloso quando il fondo sovrano investe in settori dove l'intervento pubblico è molto più limitato.

Tuttavia, non bisogna avere una visione idilliaca dei fondi sovrani come meri strumenti di investimento per il bene comune, poiché non è sempre così. Infatti, nel 2007 si è esemplificata la prima consistente opposizione politica nei confronti dei SWF, in primis arrivando al centro di più di una discussione all'interno del congresso degli Stati Uniti, ma soprattutto da parte della cancelliera tedesca Angela Merkel che, nel giugno del 2007, si è lamentata pubblicamente dell'acquisto di gasdotti ed infrastrutture energetiche europee da parte di fondi sovrani russi. Facendo un salto avanti nel tempo ai giorni d'oggi, questa preoccupazione è risultata più che fondata, poiché è noto a tutti che dopo lo scoppio del conflitto tra Ucraina e Russia, quest'ultima ha tenuto in scacco l'Europa poiché controlla la rete di distribuzione del gas naturale verso l'Europa.

Quindi, oggi più che mai i fondi sovrani meritano un'analisi più attenta e un sempre maggiore interesse da parte dell'opinione pubblica, in quanto sono strumenti capaci di muovere miliardi in pochissimo tempo e decidere così dell'economia di un'impresa se non di un Paese intero.

Capitolo 2: Investimenti Strategici

Abbiamo sin qui esplorato la nascita del cosiddetto “Stato fiduciario”, studiando l’origine e la natura dei fondi sovrani, elencando le principali preoccupazioni che ha l’opinione pubblica attorno a questi grandi attori finanziari e scoprendo come questi fondi sono organizzati al loro interno (governance).

In questo secondo capitolo ci poniamo l’obiettivo di studiare lo storico degli investimenti da parte dei fondi sovrani, analizzando in particolar modo in quali settori questi hanno confluato la maggior parte delle risorse loro disponibili. Successivamente testimonieremo la più recente tendenza di investire in ambiti sostenibili integrando criteri ambientali, sociali e di governance (ESG). Proveremo, al contempo, a scendere nello specifico vedendo più da vicino investimenti o operazioni di acquisizione molto specifiche e di una certa rilevanza.

Infine, ci sarà spazio per analizzare in che modo i fondi sovrani hanno risposto alle due più grandi crisi dell’ultimo ventennio:

- La crisi economica del 2008
- La crisi pandemica del Covid 19 con grandi ripercussioni economiche a livello globale

In base alla loro natura e allo stato di appartenenza, vedremo che ci sono stati fondi sovrani che hanno subito grossi contraccolpi, ma anche altri che hanno sfruttato le opportunità del periodo riscontrando una forte crescita del fondo stesso.

Per ultimo, dopo tutte le analisi di carattere oggettivo e qualitativo/quantitativo, ci sarà spazio per una riflessione soggettiva in merito al futuro di questi fondi sovrani chiedendoci se siamo già a giunti a maturità di questa ascesa oppure siamo ancora agli albori.

2.1 Storici investimenti: Settori

Data la non trasparenza da parte dei molti fondi sovrani sotto analisi, sarà difficile reperire operazioni puntuali da parte di ciascuno di questi, se non quelle operazioni che hanno avuto una risonanza mediatica. Tuttavia, è possibile studiare una tendenza generica da parte di questi fondi nel corso degli anni, quindi evidenziare alcuni settori soggetti a maggior investimenti rispetto ad altri, spesso a causa di fattori endogeni alla strategia seguita dal fondo stesso, oppure esogeni e quindi legati alle circostanze esterne ed ai trend del momento.

Fatta questa premessa, iniziamo questo paragrafo individuando quali investimenti hanno caratterizzato l’ultimo ventennio; non entrando nel dettaglio di quegli investimenti che hanno iniziato a tenere conto di politiche di sostenibilità e criteri ESG.

Elenchiamo di seguito i principali ambiti di investimento su cui la maggior parte dei fondi si è concentrata. È utopistico stabilire l’esatta quantità di fondi spesi, poiché si tratta di migliaia di operazioni di cui non si può avere la completa tracciabilità.

Energia e risorse naturali: all’interno di questo settore vediamo due principali segmenti di cui abbiamo già trattato e che hanno permesso la crescita e l’assestamento di molti dei fondi sovrani in elenco. Il primo è quello relativo a petrolio e gas naturale dove, fondi come il Government Pension Fund Global (GPF) della Norvegia e il Qatar Investment Authority (QIA), hanno investito ingenti capitali nel settore energetico. Come testimonia l’articolo della BBC intitolato *"Norway's \$1 trillion sovereign wealth fund set to sell out of oil and gas"*

stocks", il GPF, con oltre 1 trilione di dollari in gestione, ha originariamente accumulato ricchezza proprio attraverso i proventi petroliferi.

Il secondo è quello relativo all'estrazione di risorse a partire da miniere e metalli preziosi: per quanto già detto, questo particolare segmento è stato sfruttato per la repentina crescita di molti fondi sovrani il cui Stato detentore possedeva numerose ricchezze naturali. Tuttavia, questa strategia non è stata un'esclusiva solo dei fondi che hanno avuto la possibilità di sfruttare le risorse interne al proprio Paese, infatti, il Financial Times testimonia come il China Investment Corporation (CIC), tra gli altri, ha acquisito partecipazioni in importanti società minerarie globali per assicurarsi l'approvvigionamento di risorse strategiche.

Finanza e settore bancario: approfondiremo in seguito questo settore in quanto è stato caratterizzato da forti investimenti in corrispondenza della crisi finanziaria del 2008, dove molti fondi sovrani hanno investito nelle banche per assicurare la loro sopravvivenza.

Immobiliare: il settore immobiliare è stato di grande rilievo nella strategia di investimento da parte di molti fondi sovrani. Gli obiettivi delle operazioni sono stati proprietà commerciali e residenziali, spesso anche di prestigio o di alto profilo, contribuendo a plasmare i mercati immobiliari urbani di diverse città. Alcune delle operazioni più rilevante da questo punto di vista sono le seguenti:

- Qatar Investments Authority QIA: questo fondo nel 2012 ha acquisito una partecipazione nel grattacielo più alto di Londra, nonché il settimo in Europa, ossia il "The Shard". Questo investimento rientra in un piano strategico più ampio mirato a rafforzare la propria presenza all'interno delle strutture più iconiche d'Europa.
- Abu Dhabi Investment Authority (ADIA): l'ADIA ha puntato molto sugli Stati Uniti in questo senso, acquisendo, nel 2008, una partecipazione del 75% nel Chrysler Building, uno dei grattacieli più iconici di New York.
- Government of Singapore Investment Corporation (GIC): nel 2013 il GIC ha acquisito una vasta area nel complesso Broadgate a Londra, un importante centro commerciale e finanziario. Questo, oltre a rafforzare la propria posizione nel mercato immobiliare europeo, ha permesso al GIC di ricevere una fonte stabile di reddito grazie agli affitti. Inoltre ha investito fortemente in Australia, diventando il più grande player offshore all'interno del mercato real-estate australiano.

La strategia che esiste dietro queste operazioni è quella sicuramente di diversificare geograficamente il proprio portafoglio, acquisire proprietà iconiche non solo per avere una fonte di guadagno stabile attraverso l'affitto, ma anche per assumere maggior prestigio e visibilità internazionale, ed infine per investire in progetti a lungo termine che possano dare un rendimento notevole impiegando così la propria liquidità.

Tecnologia e innovazione: un trend più recente è quello che vede i fondi sovrani investire in startup innovative o aziende altamente tecnologiche. La prima operazione rilevante è quella che vede la partecipazione al SoftBank's Vision Fund¹¹ da parte del fondo di Abu Dhabi e il PIF dell'Arabia Saudita. In questo settore di interesse, rientra anche il fondo sovrano norvegese GPFG che possiede importanti partecipazioni in grandi aziende tecnologiche come Apple, Microsoft e Alphabet. Queste partecipazioni hanno permesso un ritorno economico da capogiro di circa 150 miliardi di dollari.

Infrastrutture: molto SWF hanno finanziato grandi progetti infrastrutturali, includendo progetti in ambito di energia, telecomunicazioni e reti di trasporto. L'attrattiva degli investimenti infrastrutturali per i fondi sovrani risiede nella loro capacità di fornire rendimenti stabili e a lungo termine, nonché nella loro natura tangibile e resistente alle crisi economiche. Secondo un rapporto del Sovereign Wealth Fund (SWFI), infatti, l'allocazione complessiva dei fondi sovrani in infrastrutture ha riscontrato un aumento all'interno del loro portafoglio dal 5% al 15% negli ultimi vent'anni.

Alcune delle operazioni rilevanti sono le seguenti:

- Heathrow Airport Holdings situato a Londra: è di recente notizia (2023) che il fondo arabo PIF ha acquisito una partecipazione pari al 10% di questo aeroporto, unendosi ad altri due fondi sovrani che già risultavano investitori che sono il fondo qatariota QIA (con una partecipazione del 20%) e il fondo appartenente alla città stato di Singapore (con una partecipazione del 11,2%)
- Investimenti in ambito energetico, con riferimento alle energie rinnovabili: in questo caso i fondi sovrani si muovono verso un futuro più green, consapevoli che le risorse petrolifere sono destinate ad estinguersi, muovendosi quindi con largo anticipo. Questi investimenti sono in linea con i principi ESG e quindi inerenti al paragrafo "Sostenibilità" che approfondiremo in seguito, tuttavia, vale citare come esempio l'acquisizione di una partecipazione da parte del fondo sovrano di Abu Dhabi in una società indiana rivolta all'energia green, ossia la Tata Power¹².
- Autostrade per l'Italia: fino al 2017, la concessione di Autostrade per l'Italia era assegnata esclusivamente all'allora Atlantia S.p.A., oggi conosciuta come Mundys S.p.A.¹³. All'inizio del secondo trimestre di quell'anno, infatti, Atlantia ha ceduto circa il 12% di tale partecipazione, suddividendola a metà tra un consorzio formato da Allianz Capital Partners (quindi destinazione tedesca) e la restante parte al Silk Road Fund niente di meno che uno dei fondi sovrani cinesi. In seguito al crollo del

¹¹ Il SoftBank Vision Fund è un fondo di investimento istituito dalla SoftBank Group Corp., una società giapponese di telecomunicazioni e tecnologia, insieme ad altri investitori globali. È uno dei fondi di investimento tecnologico più grandi del mondo e si concentra principalmente su investimenti in aziende tecnologiche innovative.

¹² Tata Power Company Limited è una società indiana di servizi elettrici e generazione di elettricità con sede a Mumbai, India, e fa parte del Tata Group. Con una capacità installata di generazione di elettricità di 14.707 MW, di cui 5.847 MW provengono da fonti non convenzionali (energia verde) e il resto da fonti termiche, è la più grande azienda elettrica integrata dell'India.

¹³ Mundys S.p.A., precedentemente Atlantia S.p.A., è una società italiana attiva nel settore delle infrastrutture autostradali, aeroportuali e dei servizi legati alla mobilità in 24 paesi, di cui 11 per le concessioni infrastrutturali di autostrade e aeroporti

ponte Morandi, avvenuto nell'agosto del 2018, la società ha dovuto affrontare un periodo critico, conclusosi il 31 maggio 2021 con la vendita di Autostrade per l'Italia a una cordata guidata dal gruppo Cassa Depositi e Prestiti. Ciò che è di nostro interesse in questa vicenda è che questa cessione è avvenuta ad un prezzo a ribasso di poco più 9 miliardi, permettendo al fondo cinese di ottenere circa mezzo miliardo da questa operazione ripagandosi per intero l'investimento iniziale, ma avendo giovato di 4 anni di ricavi da questa partecipazione.

Altro aspetto rilevante, non direttamente collegato a questa vicenda, è che tra gli investitori istituzionali della Mundys S.p.A., rientra anche il fondo sovrano di Singapore: il CIG. Quindi un fondo sovrano asiatico che partecipa, per mezzo della Mundys, agli accordi e ai ricavi derivanti dalle assegnazioni delle infrastrutture autostradali e non solo. Nel 2019, l'allora Atlantia, in partnership proprio con il CIG è riuscita a raggiungere l'accordo con Goldman Sachs Infrastructure Partners per l'acquisizione del 70% del capitale di Red de Carreteras de Occidente (autostrada RCO) in Messico, dimostrando nuovamente una forte volontà di investire in infrastrutture portanti e soprattutto una diversificazione geografica su tutto il globo.

Queste sono solo alcune delle operazioni svolte da fondi sovrani verso grandi infrastrutture di rilievo, ma ne esistono molte altre sempre rivolte verso autostrade, porti, aeroporti o aziende energetiche. I fondi sovrani che risultano essere più attivi in queste operazioni sono l'ADIA, il CIG, il QIA, il CIC, ma anche il fondo del Kuwait o il Future Fund australiano.

Industria e manifattura: infine, come ultimo settore rilevante, i fondi sovrani hanno diversificato ulteriormente il loro portafoglio investendo in industrie manifatturiere, in modo da sostenere la loro crescita economica a lungo termine ed avere accesso a tecnologie avanzate e risorse critiche così da creare benefici anche al Paese del fondo stesso. Questi investimenti spaziano tra vari segmenti all'interno del settore, dall'industrie automobilistiche ad aerospaziali, passando per produttori di materiali e tecnologie avanzate.

- **Progetto Qatar Mobility:** l'obiettivo di questo progetto è sviluppare un servizio di trasporto autonomo ed è stato firmato dalla nota compagnia tedesca di automobili, la Volkswagen, insieme al Qatar Investment Authority (QIA). Questa è solo la punta dell'iceberg, infatti il fondo QIA aveva già investito nel gruppo tedesco acquisendo una partecipazione del 17% contribuendo a creare un gruppo di produzione automobilistica integrato detenendo quote anche di Porche (al 10%) prima che questa venisse completamente acquisita dalla Volkswagen. Questa forte collaborazione, oltre a confluire nel progetto Qatar Mobility, ha portato all'apertura di un centro di ricerca Volkswagen per sviluppare infrastrutture di ricarica, quindi verso una mobilità più sostenibile anche a Doha.
- **Mercedes Benz Group:** per motivi analoghi, è altrettanto storica e rilevante la partecipazione che il fondo del Kuwait (Kuwait Investment Authority KIA) detiene in Daimler AG, storico produttore della nota casa automobilistica tedesca, oggi inglobato all'interno del gruppo Mercedes. È di recente notizia (Bloomberg, 2023) come il KIA abbia deciso di ridurre la propria partecipazione nel gruppo, vendendo circa 20 milioni di azioni ottenendo un ricavo di 1,4 miliardi di dollari, e continuando a detenere comunque 58 milioni di azioni.

- Airbus: il gigante europeo dell'aerospazio, Airbus, con sede in Francia, vede una stretta collaborazione con la città-stato di Singapore. Sebbene non ci siano articoli che testimoniano la diretta relazione tra la Airbus ed uno dei fondi sovrani della città-stato, proprio quest'anno (febbraio 2024) Airbus ha firmato un accordo con il Singapore Economic Board Development (EDB¹⁴) per favorire la creazione di un hub con specifico focus su tecnologie avanzate, innovazione e ricerca.
- Glencore: nel 2009, il China Investment Corporation ha investito in una delle principali società globali nel commercio di materie prime e minerali. Glencore, infatti, è la più grande compagnia al mondo per commercio di materie prime. Nel 2010 aveva quote del 60% nel mercato globale dello zinco, 50% nel rame e 3% nel petrolio. Inoltre, ha strutture di produzione per gas naturale, petrolio, carbone, minerali, metalli e prodotti agricoli in tutto il mondo. Questo investimento è stato parte della strategia della Cina per assicurare l'accesso a risorse naturali critiche.

Queste sono solo alcune delle molte operazioni svolte da parte dei fondi sovrani presenti in tutto il mondo. Come abbiamo già detto, data la poca trasparenza e i pochi dati reperibili da ciascun fondo sovrano, è utopico pensare di poter raggruppare le operazioni in base al settore di riferimento e stabilirne il numero ed il valore.

Tuttavia, è possibile fare un'analisi sulla distribuzione degli asset e vedere come questo sia stato investito e quindi come l'AUM sia stato generato.

Qui di seguito mostriamo come nell'anno 2023, tutti gli asset, di tutti i fondi presenti nel mondo, siano stati allocati:

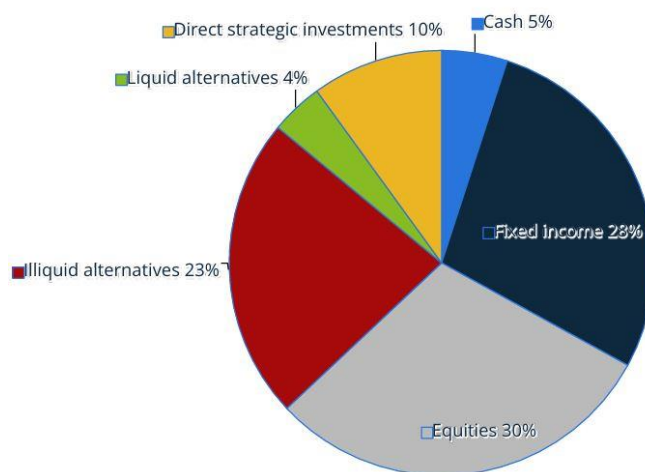


Figura 5: allocazione asset SWF, fonte Statista

- Equity (30%): una buona fetta degli investimenti fatti da SWF nel 2023 è stata destinata al mercato azionario. Questa forte preferenza è in linea con gli obiettivi di cui abbiamo già parlato, ossia la ricerca di alti rendimenti a lungo termine

¹⁴ Il Consiglio per lo Sviluppo Economico (EDB) è un ente statutario sotto il Ministero del Commercio e dell'Industria del Governo di Singapore che pianifica e attua strategie per mantenere Singapore come un hub globale di primo piano per il commercio e gli investimenti.

- Fixed income (28%): un'altra parte altrettanto cospicua di questa torta è dedicata agli investimenti in titoli a reddito fisso. Queste includono obbligazioni governate e corporate che sono meno rischiose delle azioni e permettono di ottenere una fonte di reddito stabile seppur a minor rendimento.
- Illiquid alternatives (23%): questi sono gli investimenti che includono i settori analizzati in precedenza, quindi gli immobili, le infrastrutture e manifattura che permettono una maggior diversificazione del proprio portafoglio di investimenti e potenzialmente redditi più elevati, ma con una minore liquidità.
- Direct strategic investments (10%): questi investimenti sono rivolti a specifici segmenti o aziende ritenute cruciali per il raggiungimento degli obiettivi strategici di ogni fondo sovrano. In questo elenco rientrano gli investimenti in campo energetico o tecnologico o altri settori chiave.
- Cash (5%): una parte ristretta dei propri asset è mantenuta in forma liquida in caso di necessità immediata o per garantire un minimo di flessibilità per rispondere in maniera tempestiva a possibili opportunità di investimento "dell'ultimo minuto".
- Liquid alternatives (4%): un'ultima piccola fetta di investimenti è dedicata alle alternative liquide, ossia hedge fund o fondi comune di investimento. Questi possono offrire diversificazione e rendimenti in contesti in cui il mercato è variabile.

Riassumendo, la distribuzione degli asset dei fondi sovrani, nell'anno 2023, risulta essere equilibrata, seguendo una strategia che possa offrire alti rendimenti, ma anche investimenti più sicuri e stabili, puntando sempre sulla diversificazione del proprio portafoglio. Abbiamo visto con gli esempi precedenti come questa diversificazione non sia solo relativa alla forma che tali investimenti assumono (liquida, azioni, obbligazioni, etc.), ma anche geografica prediligendo obiettivi nel mondo occidentale.

Questo tipo di analisi, si può distribuire su tutto l'ultimo decennio, osservando se e come questa strategia che abbiamo definito equilibrata si è mantenuta lungo tutto il periodo oppure ha subito delle variazioni sostanziali.

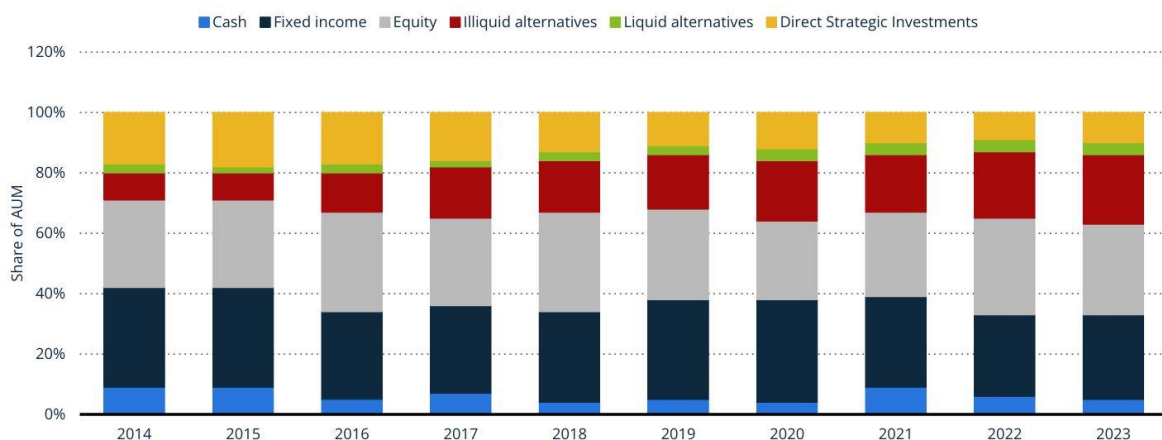


Figura 6: allocazione asset SWF 2014-2023, fonte Statista

Ad una prima visione di insieme sembra che la strategia di allocazione sia rimasta abbastanza stabile nel tempo, con qualche adattamento minore che probabilmente riflette le condizioni di mercato specifiche. Andando nel dettaglio:

- La quota di “Cash” è sempre rimasta molto bassa, andando ad assottigliarsi sempre di più nell’ultimo periodo, eccezion fatta per l’anno 2021, dove i fondi hanno deciso di mantenere maggior liquidità data la forte situazione di instabilità dovuta dalla crisi per Covid19.
- Le quote di “Fixed income” e “Equity” sono rimaste stabili nel tempo, essendo queste due componenti importanti nella strategia di investimento di un fondo sovrano.
- La quota di “illiquid alternatives” è invece considerevolmente aumentata partendo nel 2014 a circa il 10% fino a raggiungere il 23% del 2023. Questo mostra una tendenza sempre maggiore verso la diversificazione di portafoglio e geografica, ed un interesse crescente per quegli investimenti che offrono potenziali rendimenti elevati a minor liquidità.
- Questo aumento di quota gli investimenti alternativi è sopperito da un decremento degli investimenti diretti (Direct strategic investments). Questo non intacca la strategia dei fondi poiché è sottile il muro che separa gli obiettivi degli investimenti diretti (quindi aziende specifiche) o alternative (quindi segmenti di mercato e venture-capitalist). Infatti, entrambi permettono una buona diversificazione e medi/alti rendimenti.

Con quest’ultima analisi concludiamo il paragrafo relativo al trend che i fondi sovrani hanno scelto nel seguire la propria strategia di investimento e quali sono i settori privilegiati. Dedichiamo il prossimo paragrafo allo studio di investimenti esclusivamente rivolti alla sostenibilità, ossia tutte quelle operazioni che seguono linee guida ESG, quindi non solo rivolte all’ambito energetico.

2.2 Investimenti Sostenibili

In questo paragrafo ci poniamo l'obiettivo di analizzare gli investimenti sostenibili effettuati dai fondi sovrani presenti in tutto il mondo. A partire dal lavoro di Bortolotti intitolato: "The Times Are They A-Changin? Tracking Sovereign Wealth Funds' Sustainable Investing" (2023), approfondiamo il tema osservando quale trend di investimenti hanno iniziato a seguire i SWF negli ultimi 5 anni indicando quali di questi fondi hanno maggiormente aderito a questa tendenza.

Il database da cui sono stati estrapolati i dati rimane essere quello del SIL (Sovereign Investment Lab) dell'università Bocconi di Milano; quindi, lo stesso set su cui abbiamo basato la prima analisi qualitativa e quantitativa effettuata nel capitolo 1.

Seguiamo quindi circa due decenni di investimenti SDG (Sustainable Development Goals) effettuati dai fondi sovrani, adottando la definizione più ampia di sostenibilità dell'UNEP¹⁵, ossia quella che include aspetti sia ambientali che economici e sociali. Infatti, andremo a studiare se e quali fondi sovrani prevedano al loro interno delle politiche ESG (Environmental, Social e Governance) che possano favorire l'allocazione di capitale allineata agli SDG.

Prima di visionare gli investimenti, spieghiamo brevemente cosa si intende con politiche ESG: il termine ESG, acronimo di Environmental, Social and Governance, è stato coniato nel 2004 in una pubblicazione intitolata "Who Care Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World". La ricerca ha lo scopo di sviluppare una linea guida su come integrare al meglio le questioni ambientali, sociali e di governance nella gestione dei propri asset per una qualsiasi organizzazione (nel nostro caso sono i fondi sovrani). Avere una strategia ESG significa investire in società che ottengono un rating elevato nelle scale di valutazione di responsabilità ambientale e sociale. Significa, quindi, integrare nel processo di investimento fattori che hanno un impatto positivo nel mondo, puntando su aziende attive nella lotta al climate change, per i diritti umani, lo sviluppo sostenibile, la transizione ecologica e che hanno al centro la responsabilità sociale e ambientale.

I pilastri di una politica di questo tipo sono:

- **Environmental:** viene posta particolare attenzione alla tematica ambientale. Le azioni che possono essere messe in atto sono la riduzione di emissione di gas serra per combattere il cambiamento climatico, fare un uso sostenibile delle risorse primarie quali acqua ed altre materie prime, minimizzare la produzione di rifiuti ed emissioni di sostanze inquinanti nell'ambiente o ancora efficientare l'utilizzo di fonti di energia rinnovabile.
- **Social:** si tiene conto di tematiche sociali sia all'interno dell'organizzazione stessa, ma anche verso l'esterno. I temi chiave possono essere il rispetto dei diritti dei lavoratori dando loro maggiori garanzie, promuovere la diversità e l'inclusione sul luogo di lavoro, coinvolgere positivamente la comunità locale e fornire maggiore trasparenza verso i consumatori.

¹⁵ Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente

- **Governance:** questa politica si può inserire anche in quegli aspetti che regolano il controllo di un'impresa o organizzazione di qualunque tipo. Si fa riferimento alla struttura che un consiglio di amministrazione è opportuno che abbia, con separazione dei ruoli laddove opportuno, un rafforzamento dell'etica aziendale stabilendo delle politiche anticorruzione ed antifrode, una maggior trasparenza nella propria rendicontazione e nelle comunicazioni finanziarie e non, ed infine stabilire delle politiche di remunerazione per i propri dirigenti legate alle performance sostenibili dell'azienda.

Le politiche ESG, fondate su questi tre pilastri, assumono una notevole importanza per le aziende, organizzazione e gli investitori, quindi anche per i fondi sovrani. I motivi sono molteplici: dalla mitigazione del rischio in quanto rischi ambientali, sociali e di governance potrebbero influenzare negativamente le performance finanziari di lungo periodo se non attenzionati; alla reputazione e valore del marchio, in quanto aziende che includono queste politiche all'interno della propria strategia tendono ad avere una reputazione maggiore e quindi una maggiore attrattività verso potenziali investitori. Inoltre, vi è sempre più un maggior numero di normative che richiedono alle aziende di tutto il mondo di adottare pratiche sostenibili e trasparenti.

Le organizzazioni e gli investitori possono adottare le politiche ESG in vari modi:

- **Valutazione e screening:** utilizzare criteri ESG per valutare e selezionare investimenti e partner commerciali. Come testimonia Bortolotti (2023) il fondo sovrano più grande al mondo, il GPFNG norvegese, è stato un precursore degli investimenti sostenibili. Questo fondo ha infatti, primo tra tutti, inserito lo screening negativo, ossia un processo che esclude operazioni in settori in conflitto con gli standard etici del fondo e disinveste da aziende coinvolte in violazioni dei diritti umani o che causano gravi danni ambientali.
- **Integrazione nelle strategie aziendali:** integrare al proprio interno operazioni ed attività in linea con i pilastri ESG, come quelle discusse sopra.
- **Trasparenza e coinvolgimento stakeholders:** pubblicare rapporti ESG per comunicare le performance sostenibili agli stessi stakeholders (azionisti, dipendenti, clienti, comunità), in modo da coinvolgerli ed efficientare le politiche ESG.

In linea con il SIL della Bocconi, all'interno della nostra analisi, classifichiamo come sostenibili quelle operazioni quando sono eseguite nei settori allineati con la tassonomia IRIS+, un riferimento standard nel settore. Infatti, IRIS+ nasce come sistema di riferimento globale per la misurazione, gestione e comunicazione delle performance ad impatto sociale, finanziario ed ambientale. Sviluppato dal Global Impact Investing Network¹⁶ (GIIN), ad oggi è utilizzato da organizzazioni ed investitori per migliorare standardizzare e migliorare la trasparenza delle proprie operazioni. Le caratteristiche principali di questa tassonomia è

¹⁶ Dal 2009, il Global Impact Investing Network è leader globale negli investimenti a impatto sostenibile, dedicato ad aumentare la scala e l'efficacia degli investimenti in tutto il mondo. Il GIIN costruisce infrastrutture critiche e supporta attività, educazione e ricerca che aiutano ad accelerare lo sviluppo di un'industria di investimenti a medesimo impatto ambientale, sociale ed economico.

che è in grado di fornire un insieme di metriche standard su una vasta gamma di settori e temi ben definiti. Alcuni esempi di metriche per differenti temi sono: chilowatt/ora di energia rinnovabile generata per il settore dell'energia rinnovabile, per l'istruzione una metrica è il numero di studenti iscritti e tasso di superamento corsi, o ancora per l'agricoltura l'incremento della produttività delle culture in un dato limite temporale.

I settori, o categorie, inclusi in questa tassonomia sono in tutto 17 e sono¹⁷:

- Agricoltura (Agriculture)
- Aria (Air)
- Biodiversità ed Ecosistema (Biodiversity and Ecosystem)
- Clima (Climate)
- Diversità ed Inclusione (Diversity and Inclusion)
- Educazione (Education)
- Occupazione (Employment)
- Energia (Energy)
- Servizi finanziari (Financial Services)
- Salute (Health)
- Infrastrutture (Infrastructure)
- Terreno (Land)
- Oceani e coste (Oceans and Coasts Zones)
- Inquinamento (Pollution)
- Real Estate
- Rifiuti o spreco (Waste)
- Acqua (Water)

Esiste anche un numero maggiore di “temi”, come se fossero delle sottocategorie, associati ad ogni categoria. Ad esempio, la categoria “Water” include i temi “Water, Sanitation & Hygiene” e “Sustainable Water Management”, la categoria “Land” include i temi “Sustainable Forestry” e “Sustainable Land Management”, e via di seguito analogamente per le altre categorie.

Sebbene la tassonomia IRIS+ sia la più utilizzata, questa non è l'unica esistente. Un'altra misura ESG ampiamente utilizzata è il KDL (Kinder, Lydenburg, & Domini), sviluppata da KLD Research & Analytics, ha molte analogie con la tassonomia IRIS+ in quanto entrambe analizzano le performance sociali, ambientali e di governance e vengono utilizzate dagli investitori in fase di selezione. Tuttavia, mentre IRIS+ è uno standard per valutare gli impatti che organizzazioni ed aziende hanno, ed è usato dagli investitori per misurare il cambiamento positivo che i loro investimenti hanno generato; KDL si focalizza sulle analisi delle performance ESG delle aziende diventando fondamentale uno strumento di screening per gli investitori stessi. Nel lavoro di Bortolotti citato in precedenza, si spiega come molti fondi sovrani siano più propensi ad investire in aziende quotate statunitensi caratterizzate da punteggi più alti di questo indice KDL.

¹⁷ Fonte: IRIS+ THEMATIC TAXONOMY, Kelly McCarthy, Chief Impact Officer - Leticia Emme, Head of Impact Standards and Engagement - Lissa Glasgo, Director (2023)

Fatta questa premessa, entriamo nel vivo di questa analisi descrittiva, classificando ogni azienda oggetto di investimento da parte dei fondi sovrani in esame, in categorie (settori) e temi (sottocategorie) basati sulla tassonomia IRIS+:

IIIRIS+ Category	IRIS+ Theme	Deals	SDG deal value (USD million)
Agriculture	Food Security	9	324
	Smallholder Agriculture	6	127
	Sustainable Agriculture	8	559
Air	Clean Air	-	-
Biodiversity & Ecosystems	Biodiversity & Ecosystem Conservation	24	1,864
Climate	Climate Change Mitigation	18	2,252
	Climate Resilience and Adaptation	-	-
Diversity & Inclusion	Gender Lens	-	-
	Racial Equity	-	-
Education	Access to Quality Education	25	1,823
Employment	Quality Jobs	7	517
Energy	Clean Energy	67	10,017
	Energy Access	4	2,048
	Energy Efficiency	7	1,530
Financial Services	Financial Inclusion	51	2,561
Health	Access to Quality Health Care	247	28,601
	Nutrition	2	250
Infrastructure	Resilient Infrastructure	50	18,875
Land	Natural Resources Conservation	-	-
	Sustainable Land Management	-	-
	Sustainable Forestry	1	626
Oceans and Coastal Zones	Marine Resources Conservation & Management	-	-
Pollution	Pollution Prevention	2	60
Real Estate	Affordable Quality Housing	7	308
	Green buildings	4	43
Waste	Waste Management	12	183
Water	Sustainable Water Resources Management	3	147
	Water, Sanitation, and Hygiene (WASH)	10	736
SDG Deals		564	73,449
Non SDG Deals		2,950	936,260

Tabella 2: Classificazione contratti SDG su IRIS+¹⁸

Alcune precisazioni sono da sottolineare: in primis, nel caso in cui più di una categoria IRIS poteva essere applicata ad un'azienda oggetto di investimento, veniva adottata quella che meglio si adattava alla maggior parte delle attività principali dell'azienda oggetto di investimento. Secondariamente, la classificazione di sostenibilità delle aziende oggetto di investimento è stata effettuata seguendo le linee guida dettagliate di IRIS+, ma esistono alcuni casi limite:

¹⁸ Tabella estrapolata dal documento "The Times Are They A-Changin? Tracking Sovereign Wealth Funds' Sustainable Investing" (Bortolotti, 2023)

- Energia nucleare e gas naturale: le aziende operanti in questo settore non sono state considerati investimenti sostenibili nonostante il loro ruolo nella transizione da petrolio a fonti di energia rinnovabile.
- Telecomunicazioni: gli investimenti operati in questo ambito sono generalmente considerati investimenti sostenibili in quanto hanno generalmente portato a risultati di sviluppo molto positivi in termini di inclusione finanziaria, applicazioni di mobile money, posti di lavoro e innovazioni generalmente benefiche.
- Le aziende di "innovazione sociale" (quelle che promettono di cambiare la vita di milioni con l'intelligenza artificiale e simili) non sono state considerate investimenti sostenibili.

La prima osservazione da fare è sui totali della tabella appena riportata; infatti, è subito evidente la minore percentuali di contratti SDG rispetto a tutti gli altri raccolti all'interno del database. Viene riportato di seguito una visione grafica ed immediata della situazione:

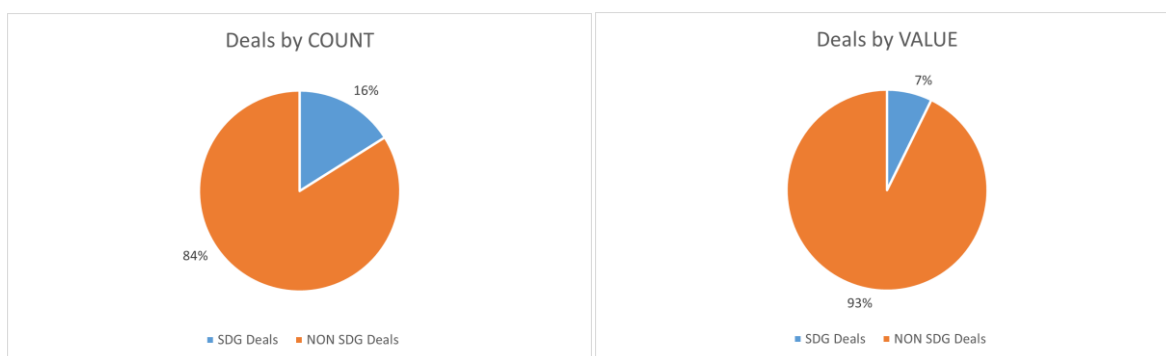


Figura 7: percentuale numero contratti SDG

Figura 8: percentuale valore contratti SDG

Il numero di contratti SDG risulta essere solo del 16% rispetto al totale di tutte le operazioni di investimento perpetrata dai fondi sovrani nei confronti delle aziende target. Questa percentuale, tradotta in termini di valore economico dei contratti, corrisponde al solo 7% dell'intero valore generato, nello specifico si tratta di circa 73.500 milioni di dollari rispetto ad un complessivo di circa 950.000 milioni di dollari. Il primo dato degno di nota è, quindi, che il valore aggregato degli investimenti sostenibili è ancora molto ridotto rispetto alla restante parte. Tuttavia, questo è un dato che non sorprende siccome la tendenza agli investimenti sostenibili è cresciuta a partire dal 2017, quanto meno in termini di numero di operazioni, mentre il valore totale delle operazioni è stato altalenante (vedi figura 9).

È possibile ipotizzare che questo aumento di interesse nei confronti del tema della sostenibilità sia dovuto a due eventi politici avvenuti a fine 2015. Il primo è l'adozione in settembre da parte di 193 Stati membri delle Nazioni Unite degli stessi SDG, il secondo è la firma, avvenuta a dicembre, da parte di 196 parti dell'accordo di Parigi, un trattato internazionale che tratta il tema del cambiamento climatico. Tendenzialmente, gli investimenti istituzionali sono pianificati con cura e con grande anticipo, richiedendo in media circa un anno di lavoro. È quindi plausibile che dopo un certo ritardo temporale, durante la maggior parte del 2016, alcuni dei più grandi e progressisti fondi sovrani abbiano iniziato a sensibilizzarsi sull'importanza e l'urgenza dei nuovi quadri politici globali nonché

sulle opportunità offerte da essi e, di conseguenza, abbiano iniziato a modificare i loro processi di screening, investimento e decisionale per allinearsi a queste nuove realtà.

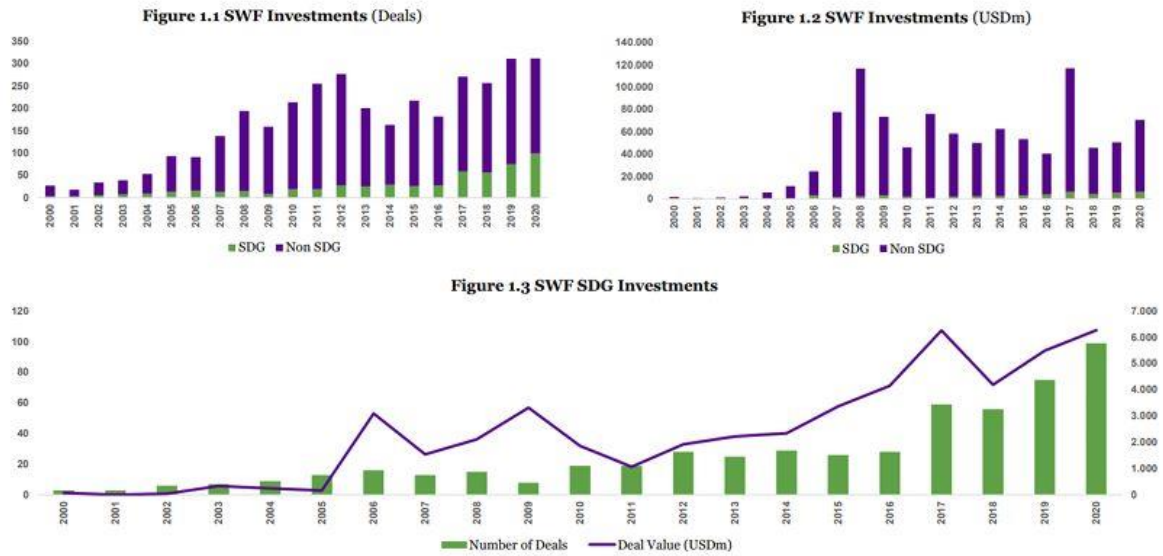


Figura 9: trend operazioni SDG¹⁹

I grafici mostrano come l'interesse da parte dei SWF sia mutato nel corso del tempo nei confronti delle operazioni sostenibili. Il periodo analizzato è quello che va dal 2000 fino al 2020 e conferma il crescente rialzo, sia in termini di contratti che di valore, in particolar modo a partire dal 2017. Vediamo, infatti, un picco nel totale del valore delle operazioni sostenibili nel 2017 a circa 6,3 miliardi di dollari, un breve calo nel 2018 e poi un costante aumento fino al 2020 tornando ai livelli del 2017.

Analisi Settoriale

Dopo aver visionato l'ampio quadro degli investimenti SDG, si procede studiando i settori, quindi le categorie IRIS+, comparandole tra loro:

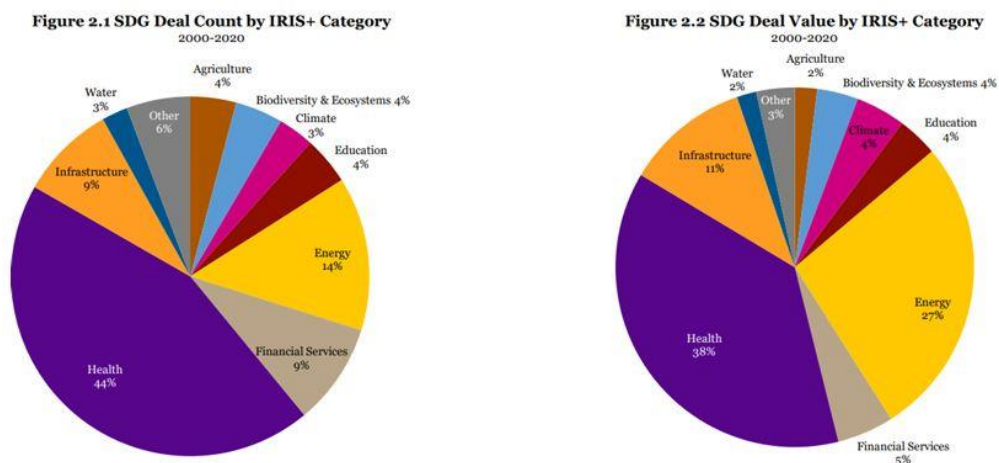


Figura 10: analisi settori operazioni SDG²⁰

^{19/20} Grafici estrapolati dal documento "The Times Are They A-Changin? Tracking Sovereign Wealth Funds' Sustainable Investing" (Bortolotti, 2023)

Eseguendo un'analisi settoriale, visualizzando i grafici a torta in figura 10, è evidente come la maggior parte delle operazioni SDG si distribuiscono su tre grandi pilastri che sono la sanità, l'energia e in minor parte le infrastrutture. Questi tre settori insieme, infatti, costituiscono il 62% del numero di operazioni eseguito da parte dei fondi sovrani nell'ultimo ventennio, e il 76% del valore totale in dollari generato da queste stesse operazioni.

Scendendo nel dettaglio, il settore leader per distacco è quello della sanità con un 44% del numero totale di operazioni disponibili e un 38% di valore totale delle medesime. Segue poi l'energia che rappresenta il 14% delle operazioni SDG e il 27% del valore rispettivamente. Infine, servizi finanziari ed infrastrutture competono per il terzo posto in termini di numero di accordi, rappresentando entrambi i settori il 9%, tuttavia, le infrastrutture costituiscono l'11% del valore totale delle operazioni SDG mentre i servizi finanziari si limitano ad un 5%.

Tutti gli altri settori rappresentano individualmente meno del 5% in entrambi i grafici, fatta eccezione per i settori denominati *Diversity and Inclusion* ed *Oceans and Coasts Zones*, i quali non sono nemmeno presenti all'interno di questa suddivisione in quanto non oggetto di operazioni SDG da parte di alcun fondo sovrano nel database.

Il maggior interesse verso sanità, energia e infrastrutture è riconducibile al fatto che questi settori hanno un ritorno economico e modelli di business ben compresi, testati e riconoscibili. Queste caratteristiche attribuiscono un aspetto di alta investibilità nei confronti di questi tre settori, a differenza degli altri settori di nicchia o emergenti che hanno modelli di business e di ritorno economico più sfidante per gli investitori istituzionali.

Una parentesi che merita un approfondimento è quella effettuata da Bortolotti all'interno del suo elaborato in merito alla distribuzione percentuale di questi settori pre-GFC²¹, durante la GFC e post-GFC.

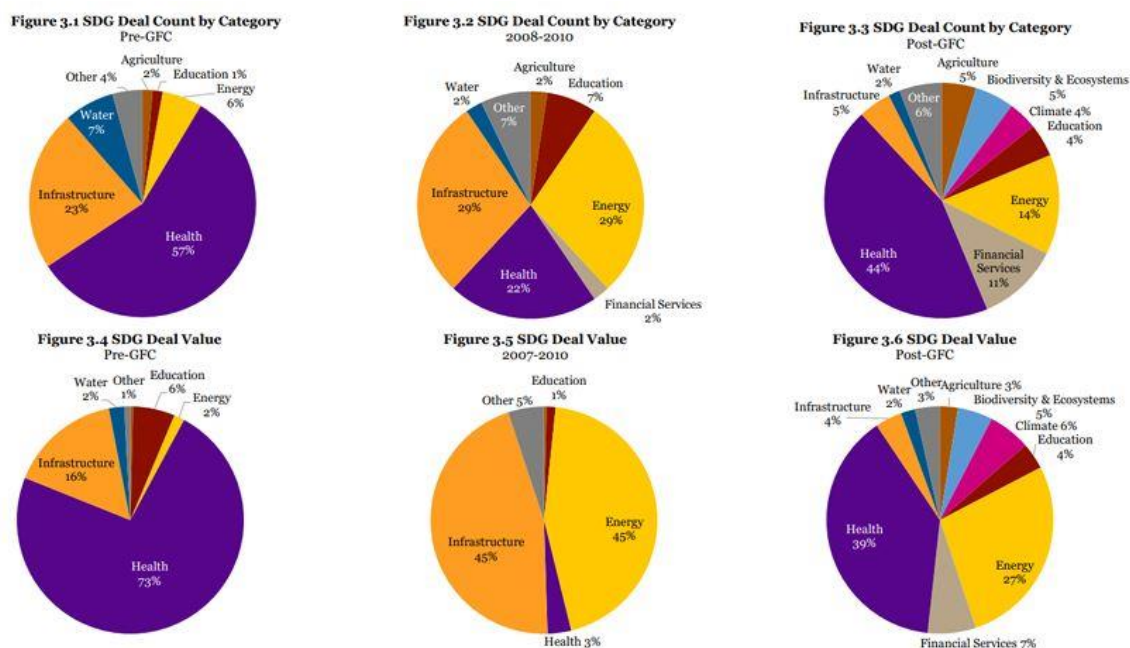


Figura 11: settori durante la GFC

²¹ GFC: Global Financial Crisis – Crisi economica finanziaria del 2008

I grafici mostrano la distribuzione percentuale delle operazioni SDG nei confronti delle aziende lungo tre periodi temporali diversi:

- Dal 2000 fino al 2007 è il periodo denominato pre-GFC
- Dal 2008 al 2010 è il periodo denominato GFC
- Dal 2011 al 2020 è il periodo denominato post-GFC

Prima del 2008 il settore leader era sempre la sanità in maniera ancora più preponderante arrivando a raggiungere il 57% di numero di contratti da un valore rispettivamente del 73% rispetto al totale. A seguire il settore delle infrastrutture con un 23% e 16% rispettivamente. Tuttavia, questi primi dati non sono statisticamente significativi, in quanto in quegli anni non c'era l'interesse che è maturato in seguito nei confronti delle operazioni SDG.

Durante la crisi finanziaria, gli investimenti si sono spostati sull'infrastrutture e sull'energia, passando da un 23% ad un 29% e da un 6% ad un 29% rispettivamente, per quanto concerne il numero dei contratti. Rispetto al valore totale generato le infrastrutture sono salite dal 16% al 45%, mentre l'energia dal 2% al 45%. Il settore sanitario ha subito fortemente questo reindirizzamento dei flussi di investimento scendendo al 3% in termine di valore economico dei contratti SDG. È probabile pensare che i fondi sovrani abbiano scelto di impegnare capitale in asset fisici ad alto costo come progetti in infrastrutture ed energia in modo da stimolare l'economia e creare occupazione. Ciò consente agli investitori di godere di flussi di cassa prevedibili a lungo termine. In questo stesso periodo non investono in servizi finanziari perché la maggior parte degli investimenti nel settore era mirata a salvare le banche (vedi paragrafo 2.3.1).

Dopo la GFC gli investimenti nel settore dell'infrastrutture sono crollati al 5% e 4% rispettivamente, mentre l'energia ha attutito la caduta scendendo al 14% per numero di operazioni e 27% per il valore complessivo. È plausibile che dopo l'impennata di investimenti in infrastrutture, il numero di progetti disponibili "pronti per l'attuazione" si fosse esaurito. Tuttavia, i progetti energetici specifici hanno una fase di progettazione e costruzione più lunga, così che questo effetto "alto e basso" sia stato smorzato proprio dalle tempistiche. In questa fase temporale torna predominante il settore della sanità anche se rimane sotto i livelli pre-GFC costituendo il 44% dei contratti e il 39% del valore.

Le conclusioni sono le medesime: complessivamente il settore sanitario è quello che più ha beneficiato degli investimenti da parte dei fondi sovrani, seguito da energia ed infrastrutture. Questa analisi temporale però dimostra come i fondi sovrani abbiano adottato le loro strategie di investimento in risposta alle condizioni economiche globali e del momento.

Un ultimo accenno è da fare in termini geografici degli investimenti sostenibili effettuati dai fondi sovrani nel corso dei due decenni considerati

Figure 5.1 SDG Deal Count by Target Region
2000-2020

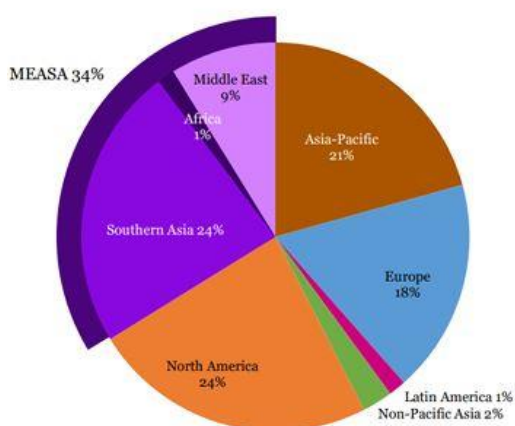


Figure 5.2 SDG Deal Value by Target Region
2000-2020

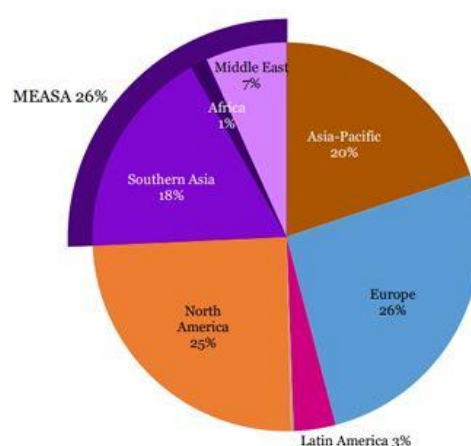


Figura 12: distribuzione geografica operazioni SDG

Evince come Europa e Nord America hanno ricevuto il maggior valore delle operazioni SDG (26% e 25% rispettivamente) seguite dall'Asia-Pacifico con 20% e Asia-Sud con 18%. Chiudono le file il Medio Oriente (7%), l'America Latina (3%) e l'Africa (1%).

Per quanto riguarda il numero di operazioni SDG compite nel ventennio, la distribuzione è leggermente diversa: in tal caso vediamo in cima la classifica a parimerito Nord America e Asia-Sud entrambe con il 24%, seguite da Asia-Pacifico ed Europa rispettivamente con il 21% e 18%. A concludere rimangono Medio Oriente, America Latina e Africa con valori percentuali molto simili ai precedenti.

Interessante notare come la regione del MEASA (Medio Oriente, Africa e Sud dell'Asia) riceva, in entrambi i casi, il maggior valore percentuale: rispettivamente il 34% per numero di operazioni SDG grazie al contributo fondamentale del Sud dell'Asia (in particolare Singapore ed India) e il 26% per valore, al pari con l'Europa.

Questa regione ha un enorme potenziale in quanto combina fattori come la crescita a lungo-medio termine, grazie all'apporto del Asia-Sud, con i problemi socioeconomici delle nazioni meno sviluppate, in particolar modo quelle localizzate in Africa e Medio Oriente. È giustificato pensare che gli investimenti di transizione nella MEASA da parte dei fondi sovrani possano rappresentare una sfida chiave dei prossimi anni.

A livello settoriale, il settore sanitario è quello che predomina in tutte le regioni, sia per numero di operazioni che per valore, ad eccezione dell'Africa, dove gioca un ruolo cruciale l'energia e le infrastrutture. Questo non è un caso, considerato che si tratta di un insieme di nazioni la cui priorità è l'elettrificazione seguito da investimenti in immobili e agricoltura come maggiore necessità.

Il settore sanitario si prende il primo posto in Europa dove la popolazione è mediamente invecchiata, analogamente in America del Nord dove la sanità rappresenta anche quasi il 20% del PIL, in America Latina e Medio Oriente in quanto si hanno sistemi sanitari fragili e classi medie in crescita. Nella regione Asia-Pacifico la sanità è seconda dietro energia ed infrastrutture in quanto questa regione prevede di raddoppiare i suoi bisogni energetici nei prossimi anni a causa di alte previsioni di crescita economica.

Il settore sanitario non è sempre predominante: il 65% (o 3,9 miliardi di dollari) del valore delle operazioni di Mubadala era guidato dal settore dell'energia, con un investimento notevole del 2009 di quasi 1 miliardo di dollari in London Array, un parco eolico offshore. L'altra eccezione al predominio del settore sanitario in termini di valore delle operazioni è stata CIC. Ha investito il 64% del valore totale delle operazioni (o 2,4 miliardi di dollari) nell'energia, guidato da un investimento di 1,2 miliardi di dollari in Equis Energy Developments Pte Ltd di Singapore nel 2018, e un modesto 8% (o 316 milioni di dollari) in nove operazioni più piccole nel settore sanitario. L'orientamento del SWF cinese verso l'energia potrebbe derivare dalla preoccupazione dell'Asia per la continua sicurezza energetica nel contesto delle economie in rapida crescita e della relativa voracità della domanda energetica.

Un'ultima prospettiva finale degna di considerazione è l'osservare la quota di investimenti nazionali rispetto a quelli esteri:

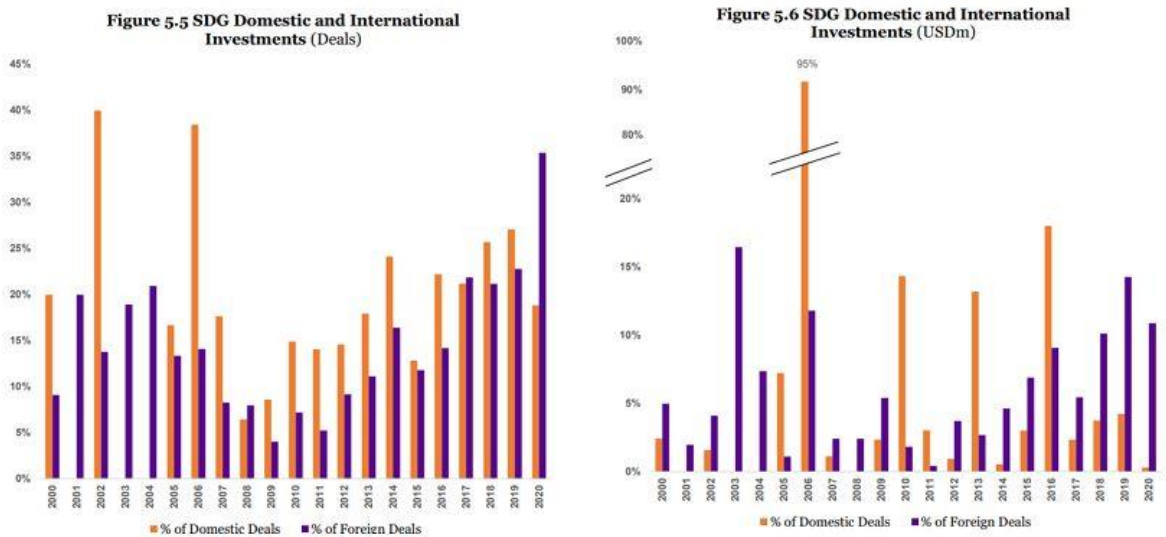


Figura 13: distribuzione operazioni SDG in patria ed estero

Per il conteggio delle operazioni c'è la tendenza ad effettuare più investimenti in patria, in linea con i mandati di sviluppo socioeconomici che i governi hanno assegnato ai fondi sovrani. Per il valore delle operazioni invece, in particolare negli ultimi anni, questa tendenza è opposta e la quota di investimenti SDG all'esterno ha nettamente superato quella in patria. Un'ipotesi è che questa distribuzione dipenda dalla "dimensione dell'azienda" in cui si investe: per quanto riguarda gli investimenti in patria, i fondi sovrani sono disposti ad adottare un approccio da venture capitalist investendo anche in startup innovative ad alto potenziali di crescita e capaci di generare effetti nell'economia locale. Mentre, quando investono all'estero, gli obiettivi target sono le aziende più grandi e già consolidate in grado di generare maggiori rendimenti finanziari a meno impatto.

I fondi sovrani possono influenzare i comportamenti delle società ESG in modo contrastante: da un lato possono apportare un valore positivo dal momento in cui investono in progetti a medio lungo termine che potrebbero migliorare la performance ESG almeno dal punto di vista ambientale (E) e sociale (S). Dall'altro invece, per come abbiamo già visto nel capitolo 1, potrebbero portare ad un deterioramento dell'aspetto di governance aziendale (G) nelle società in cui hanno investito, portando ad un aumento dei costi di agenzia non fornendo i

benefici associati al monitoraggio e alla supervisione strategica. Infatti, studi documentano come il possesso di minoranza da parte di un fondo sovrano deteriori questo aspetto è la causa principale è da identificare nell'atteggiamento passivo che questi fondi mantengono nei confronti delle società target.

In sintesi, i risultati di questi studi illustrano come l'impatto dei fondi sovrani sui fattori ambientali e sociali è pressoché trascurabile, mentre la maggior parte del declino documentato sul punteggio ESG è attribuibile alla sola governance.

Abbiamo finora dimostrato come i fondi sovrani sono investitori unici nel proprio genere, con portafogli molto ampi e diversificati, in grado di favorire la transizione verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Tuttavia, attualmente i fondi sovrani si sono limitati a rispondere al proprio dovere fiduciario nei confronti dei governi che li sponsorizzano, quindi mirando a ritorni finanziari senza perseguire nessun altro obiettivo politico o sostenibile. Questo è un approccio sancito dai "Principi di Santiago", definiti dal fondo monetario internazionale a Santiago appunto, nel 2008, e costituiscono una serie di buone pratiche, principalmente finanziarie, ma non solo, che questi fondi sono tenuti a seguire.

Questi principi non si adattano alla situazione odierna, in particolar modo non tengono conto delle nuove tematiche di sostenibilità. Quello che sarebbe opportuno fare, come suggerisce Bortolotti, è aggiornare questi principi, li chiameremo "Principi di Santiago 2.0", guidati dal Forum Internazionale dei Fondi Sovrani dove vengono inseriti in maniera esplicita il perseguimento degli obiettivi SDG, catalizzando quindi una più ampia adozione di pratiche di investimento sostenibile tra istituzioni finanziarie private e pubbliche.

È necessario poi studiare ulteriormente il tema per cercare il nesso di causalità tra gli investimenti dei fondi sovrani ed il degradamento del fattore di governance. Sicuramente la passività è un fattore a cui porre rimedio, ma potrebbe non essere l'unico. Tuttavia, i fondi sovrani potrebbero e dovrebbero sviluppare politiche interne per trovare un miglior equilibrio tra il contributo significativo alla governance aziendale dell'azienda investita e il rimanere apolitici nella società nel suo complesso.

Infine, i fondi sovrani dovrebbero preoccuparsi dei grandi cambiamenti climatici che stanno avvenendo in vasca scala. Finora solo 18 fondi sovrani si sono uniti alla One Planet Sovereign Wealth Fund Coalition, i cui membri sono Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Arabia Saudita, Qatar, Norvegia e Nuova Zelanda. Al momento questa organizzazione prevede un quadro ESG ed una relazione annuale sul tema, ma si potrebbe fare di più, dimostrando di star investendo fortemente per il clima o quanto meno riducendo i propri asset in combustibili fossili.

Adesso vedremo come i fondi sovrani hanno avuto un ruolo da protagonista in importanti crisi come quella finanziaria del 2008 e sanitaria del 2020, quindi perché non potrebbero essere chiamati in causa anche per risolvere la crisi climatica che insiste da diverso tempo?

2.3 Risposte alle Crisi

Dedichiamo poche pagine allo studio del comportamento che i fondi sovrani hanno mantenuto nel corso di due grandi crisi che hanno segnato l'ultimo ventennio. La prima è la crisi finanziaria del 2008 scatenata dal crollo del mercato immobiliare statunitense e dalla conseguente crisi dei mutui subprime, mentre la seconda è la più recente crisi pandemica scoppiata nel 2020 a causa della diffusione del Covid-19 che ha portato ad una vera e propria crisi sanitaria affollando gli ospedali di tutto il mondo.

Vedremo in linea generale quali operazioni sono state compiute da parte dai fondi sovrani di tutto il mondo in questo periodo, evidenziando gli elementi chiave.

2.3.1 Crisi 2008

Contesto: la crisi finanziaria del 2008, nota anche come Grande Recessione, è nata da un insieme di fattori interconnessi tra loro che hanno portato al collasso del sistema economico finanziario con gravi ripercussioni economiche in tutto il mondo.

I fattori chiavi della crisi derivano dal mercato immobiliare e dai conseguenti mutui subprime. In breve, negli anni precedenti alla crisi, negli Stati Uniti, si è verificato un aumento dei prezzi delle case alimentato da pratiche di prestito molto permissive. Le banche allora concedevano mutui ad alto rischio (mutui subprime) con scarse garanzie di credito da parte del ricevente di tale mutuo. Questi mutui venivano poi impacchettati e venduti come titoli (MBS) diffondendo il rischio all'interno del sistema finanziario.

Tuttavia, tra il 2006 ed il 2007, i prezzi delle case hanno iniziato a scendere innescando ondate di insolvenza sui mutui subprime. Le perdite di tali mutui si sono propagate all'interno del sistema finanziario a causa di quei pacchetti MBS, colpendo quindi quelle istituzioni che hanno investito in MBS e altri derivati legati ai mutui. L'apice di tale crisi è arrivato nel 2008, quando la banca americana Lehman Brothers ha dichiarato bancarotta e conseguente fallimento, scatenando il panico sui mercati finanziari globali. Molti altri istituti finanziari erano a rischio collasso e questo ha portato ha pesanti investimenti, denominati "interventi di salvataggio", da parte del governo americano stesso.

La domanda che intendiamo porci ora è: dove si inseriscono i fondi sovrani all'interno di questo contesto?

Nel capitolo 1 abbiamo detto come i fondi sovrani si siano presi la scena pubblica a partire dal 2007/2008, in seguito ad una grande operazione di mercato, ma soprattutto come "salvatori" del sistema bancario. Infatti, in questo periodo, diversi fondi sovrani, soprattutto appartenenti alla zona del Golfo Arabico, hanno salvato il sistema bancario occidentale acquistando circa 60 miliardi di dollari di nuove azioni emesse da grandi banche americane ed europee durante il culmine della crisi dei mutui subprime. In totale, invece, i SFW hanno investito circa 90 miliardi di dollari in istituti finanziari europei ed americani, ed il China Investments Corporation ha investito ulteriori 40 miliardi di dollari in due banche statali cinesi. La portata di questi investimenti è superiore rispetto ai capitali inseriti da qualsiasi altra istituzione, dietro solo al governo degli Stati Uniti d'America che con il programma TARP (Troubled Asset Relief Program) ha investito circa 475 miliardi di dollari.

Abbiamo visto nel paragrafo della sostenibilità, come il trend sia cambiato in questi anni, mettendo maggior focus su infrastruttura ed energia, in modo da avere progetti a lungo termine che potevano fornire occupazione lavorativa. I servizi finanziari sono ridotti al minimo poiché gli investimenti in questo campo erano tutti rivolti verso le banche nazionali o estere. Altro fattore importante è il numero di investimenti domestici che, negli anni della bolla 2005 – 2008, è rimasto maggiore rispetto al numero di investimenti verso l'esterno, canalizzati principalmente nelle banche appunto. Questo è perché, il contratto che ogni fondo sovrano ha con il proprio governo è quello di sostegno, soprattutto nei momenti di crisi come questo. È lecito pensare quindi che i fondi sovrani abbiano investito maggiormente nell'economia locale in quel dato periodo storico, mantenendo comunque una quota importante di investimenti dedicate all'estero.

Tuttavia, non sono mancate le opportunità anche in un periodo di crisi: un fondo sovrano fra tutti, quello appartenente al Qatar, il QIA, ha sfruttato il crollo delle valutazioni di mercato per acquisire importanti partecipazioni. Innanzitutto, ha acquisito una partecipazione minoritaria nell'istituto di credito svizzero Credit Suisse, raddoppiando la propria quota nel 2023 diventando il secondo principale azionista dietro la banca saudita. Inoltre, ha contribuito a salvare l'istituto di credito britannico Barclays divenendo il principale azionista. Anche se, a fine 2023, dopo 15 anni dal primo investimento, la Qatar Holding, una sussidiaria del QIA che detiene le partecipazioni in Barclays, ha deciso di dimezzare le proprie quote all'interno dell'istituto, risultando in uno shock per l'istituto stesso, ma portando nelle casse del QIA una somma di circa 650 milioni di dollari. Sempre in questo periodo risale l'investimento in Volkswagen da parte di QIA che ha portato a progetti a lungo termine come quello già citato (Qatar Mobility).

In conclusione, durante la crisi del 2008 i fondi sovrani hanno agito come “investitori salvatori”, portando molta liquidità nelle banche europee ed americane, avendo cura di aiutare il proprio paese laddove necessario aiutando l'economia locale, ed infine cogliendo le opportunità che il mercato ha presentato loro, grazie alle rivalutazioni economiche a ribasso dovute dalla crisi.

2.3.2 Crisi Covid

Analogamente con quanto fatto con la crisi finanziaria del 2008, forniamo un breve contesto della crisi sanitaria del 2020 per poi studiare il ruolo dei fondi sovrani all'interno della crisi e come e se hanno inciso.

Contesto: la crisi pandemica del 2020 è stata scatenata dalla diffusione del virus SARS-CoV-2, causando la malattia denominata poi COVID-19. L'OMS (Organizzazione Mondiale della Sanità) la dichiara pandemia nel marzo 2020 causando così una crisi globale su più piani, quali quello sociale, economico e sanitario.

Il virus si è diffuso molto velocemente in tutto il globo portando gli ospedali sotto pressione e evidenziando la carenza di posti letto e macchinari utili. I governi hanno dovuto imporre una quarantena per i cittadini causando problemi sociali ed economici. Molte misure di contenimento hanno infatti causato una recessione globale con settori quali ristorazione, turismo, aviazione e commercio al dettaglio tra i più colpiti. Milioni di persone hanno perso il lavoro, ed i governi sono stati costretti ad emettere dei pacchetti d'aiuto fornendo sussidi

ad aziende e persone. Da un punto di vista europeo, le banche centrali hanno abbassato i tassi di interesse e introdotto dei programmi per sostenere la liquidità nei mercati finanziari.

In questo scenario drammatico, i fondi sovrani hanno ancora di più realizzato che, pur non avendo obblighi espliciti nei confronti dei propri governi, questi sono tenuti ad accorrere in loro soccorso in caso di crisi di questa portata. Infatti, i SWF sono chiamati a colmare lacune nel bilancio pubblico e a sostenere le economie domestiche in difficoltà tramite salvataggi aziendali. Pochi sono stati i governi lungimiranti che hanno inserito un esplicito mandato di stabilizzazione nella strategia del fondo stesso, adottando misure di gestione del rischio. Tutti gli altri, nati nell'era della ricchezza delle materie prime e del surplus commerciale, sono stati concepiti esclusivamente con l'idea dell'espansione e remunerazione.

Nel primo capitolo abbiamo distinto i fondi sovrani in due macrogruppi: quelli derivante da risorse naturali e quelli nati dal surplus commerciale. In questo periodo di crisi, il primo gruppo subisce un contraccolpo a causa della frenata globale della domanda indotta dalla diffusione del virus, e del crollo dei prezzi senza precedenti, soprattutto il prezzo a barile del petrolio (vedi figura 2, capitolo 1). Il secondo gruppo, principalmente costituito dai fondi asiatici, è colpito dalla decelerazione del commercio globale e devono affrontare nuove sfide nei trasporti e nella logistica, che potenzialmente possono interrompere le catene del valore globali che hanno sostenuto la loro crescita durante l'età d'oro della globalizzazione.

Data la poca trasparenza che caratterizzano i fondi sovrani, è difficile stimare con esattezza le perdite in questo tempo di crisi, tuttavia, JP Morgan²² è riuscito a stimare perdite aggregate per circa 1 trilione di dollari, su un totale di 8,4 trilioni di dollari, quindi circa un 12%. A sostegno di questo elaborato, Bortolotti (2020) afferma che queste cifre sono coerenti con i dati presenti nel database del SIL.

Quello che si evidenzia, è come molti fondi sovrani abbiano venduto proprie azioni per ricavare liquidità in modo da sostenere l'economia domestica durante la crisi. Lo stesso studio di JP Morgan su cui si basa la stima precedente, afferma che nella sola regione del Medio Oriente e del Nord Africa si siano vendute azioni per un valore di 225 miliardi di dollari.

Uno degli esempi più appropriato di fondo volto a salvare l'economia domestica è il Temasek di Singapore che ha ricapitalizzato un conglomerato di costruzione navali, il Sembcorp Marine, per 1,5 miliardi e fornito un'iniezione di 13 miliardi nella Singapore Airlines salvando la compagnia. Allo stesso tempo, il fondo sovrano turco ha investito 3,1 miliardi in tre banche statali. Anche altri fondi hanno affrontato prelievi o distribuzioni di dividendi aumentate per finanziare i rispettivi governi, come quello della Norvegia, Kuwait, Iran e Nigeria. Il fondo irlandese, per quanto piccolo, ha stanziato un pacchetto di salvataggio per piccole e medie imprese.

In generale, sebbene il focus sia rimasto sugli investimenti esteri, nel periodo non poteva che aumentare nuovamente la percentuale di operazioni domestiche che nel 2019 corrispondeva al 20% del valore totale di tutte le operazioni, ed è salita nel successivo biennio.

²² JP Morgan Chase & Co. è una multinazionale statunitense di servizi finanziari con sede a New York. È una delle banche Big Four statunitensi insieme a Bank of America, Citigroup e Wells Fargo, ed è la più grande banca al mondo con una capitalizzazione di mercato di oltre 420 miliardi di dollari.

Menzione onorevole a quei fondi che hanno anche investito nella ricerca scientifica per trovare un vaccino al virus. A questo gruppo ristretto appartengono, tra gli altri, il Tamasek di Singapore, il Future Fund australiano e anche il SWF russo che ha sviluppato il farmaco antivirale Avifavir.

Tuttavia, in mezzo al ritiro domestico da parte di una buona fetta dei fondi sovrani, non è mancato chi ha deciso di cogliere le opportunità date dal mercato, sebbene le valutazioni economiche siano rimaste abbastanza alte e non sono scese come ai tempi della crisi finanziaria del 2008.

In questo periodo, infatti, il PIF (Public Investment Fund) dell'Arabia Saudita ha speso circa 2 miliardi di dollari per una serie di nuove partecipazioni: il primo obiettivo è l'energia, in particolare si testimonia una partecipazione di \$200 milioni in una compagnia petrolifera norvegese, la Equinor. In seguito, ha acquisito delle azioni in Royal Dutch, Shell, Eni e Total per un valore complessivo di partecipazioni di 1 miliardo di dollari. Dopo l'energia, il PIF ha effettuato altre acquisizioni in maniera opportunistica, ossia sfruttando le occasioni di mercato. Tra queste rientrano acquisizioni che spaziano su diversi settori, in particolare si riscontra una partecipazione di \$369 milioni nell'operatore di crociere Carnival (8,2%), un investimento di \$300 nel club calcistico inglese Newcastle United, così come una partecipazione di \$250 milioni in HDFC e \$500 milioni in Live Nation, una società di intrattenimento. Emergono anche altre operazioni, di cui però non si hanno molti dettagli, in gruppi quali Boeing, Marriot, Walt Disney e Facebook. Infine, il PIF non si è limitato esclusivamente all'occidente, ma ha effettuato un'operazione anche in Jio Platforms, un gigante indiano del mondo di internet. Per quanto il PIF sia stato la "punta di diamante" in termini di acquisizioni in tempo di crisi, non è stata l'unica, anche il fondo di Abu Dhabi e di Singapore hanno sfruttato le occasioni di mercato verso aziende tech.

Per concludere questa digressione, alcuni fondi sono entrati nella crisi con abbondante liquidità e hanno acquisito partecipazioni in società quotate martoriate a prezzi scontati; altri hanno funzionato come fondi di emergenza e hanno stabilizzato le loro economie colmando i divari di bilancio domestici. In ogni caso, gli SWF di ogni tipo hanno rivalutato le loro strategie di investimento alla luce delle nuove sfide poste dalla crisi da COVID-19. Nonostante i loro mandati e gli accordi di governance, gli SWF non sono istituzioni indipendenti. Piuttosto, sono strumenti di politica fiscale, completamente integrati nella gestione macroeconomica del paese. Il ruolo futuro degli SWF nell'economia nazionale e globale sarà quindi plasmato dalle condizioni attuali e future di ciascun paese e dalla resilienza economica e finanziaria raggiunta finora attraverso l'accumulo di ricchezza petrolifera, una efficace diversificazione delle risorse e investimenti nel capitale istituzionale, nonché grazie al surplus commerciale.

Capitolo 3: Fondi e Strategie a Confronto

Dedichiamo questo breve approfondimento per fare un'analisi quantitativa e puntuale degli investimenti fatti da parte di quattro fondi sovrani specifici:

- China Investment Corporation – CIC – Stato di appartenenza: Cina
- Future Fund – Stato di appartenenza: Australia
- Government Pension Fund Global – GPF – Stato di appartenenza: Norvegia
- Public Investment Fund – PIF – Stato di appartenenza: Arabia Saudita

Sono stati selezionati questi quattro fondi per diverse ragioni: innanzitutto, questi fondi sono tra quelli che diffondono più informazioni ufficiali circa il proprio portafoglio di investimenti e circa il ritorno economico atteso per gli shareholder. Questo non necessariamente si traduce in una maggior trasparenza verso l'esterno, poiché non è certo che tutte le operazioni siano incluse all'interno dei report annuali che pubblicano periodicamente; tuttavia, forniscono una chiarezza economica maggiore circa la propria strategia.

Secondariamente, sono fondi che appartengono a parti del globo diverse, quindi caratterizzati da una cultura diversa e che quindi hanno strategie diverse alla base dei propri programmi di investimento. Questo permetterà di visualizzare le analogie o le discrepanze tra un fondo e l'altro.

Infine, come scritto nel capitolo 1, questi sono fondi che si sviluppano a partire da risorse differenti: in particolar modo il fondo norvegese ed arabo hanno fondato la propria ricchezza a partire dal petrolio e dal denaro ricavato dalle sue esportazioni. Il fondo sovrano cinese ha potuto contare sul surplus di valuta estera che ha raccolto nei primi anni 2000 ed in generale si è arricchito grazie al surplus commerciale. Il fondo australiano è quello più atipico in quanto si è costituito a partire da un fenomeno di privatizzazione condotto dal governo australiano e per mezzo di alcune transizioni di notevole portata.

Questa selezione sottolinea ancora una volta come i fondi sovrani siano molto eterogenei tra loro, e quindi non esisterà una classificazione univoca e riconosciuta. Infatti, non sono stati neanche citati i governi che caratterizzano i paesi di questi fondi, che risultano essere diversi tra loro spaziando dalla democrazia alla monarchia e che quindi costituiscono un ulteriore elemento di diversità all'interno di questo confronto.

Tutti i dati di seguito riportati sono estrapolati dai report annuali pubblicati sui rispettivi siti web di appartenenza o sul database di IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds) e successivamente rielaborati e rappresentati tramite fogli di lavoro Excel.

Lo scopo è quello di effettuare un'analisi geografica, ossia visualizzare come si distribuiscono geograficamente gli investimenti effettuati da questi fondi per constatare se esiste un paese più favorito dalle operazioni dei fondi sovrani oppure no. In seguito, si analizzerà come si distribuisce il portafoglio di investimenti nel corso degli ultimi tre anni, ed anche in questo caso evidenziare qual è il settore che costituisce la fetta maggiore del portafoglio di investimenti cumulato. Per ultimo si vuole fare un confronto sul ritorno finanziario che gli shareholder hanno potuto ottenere nei distinti quattro fondi e visualizzare chi ha performato meglio negli ultimi anni.

3.1 Analisi Geografica

A partire dai report pubblicati dai rispettivi fondi sovrani, è possibile risalire alla distribuzione geografica degli investimenti effettuati nell'ultimo anno. I risultati che si ottengono sono i seguenti:

Fondo	Domestico	USA	Europa	Asia	Emergenti
CIC		59%	27%		14%
Future Fund	23%	39%	14%	13%	11%
GPFG		45%	40%	10%	5%
PIF	65%	15%	10%	7%	3%
TOT	22%	40%	23%	8%	8%

Tabella 3: distribuzione geografica investimenti per fondo

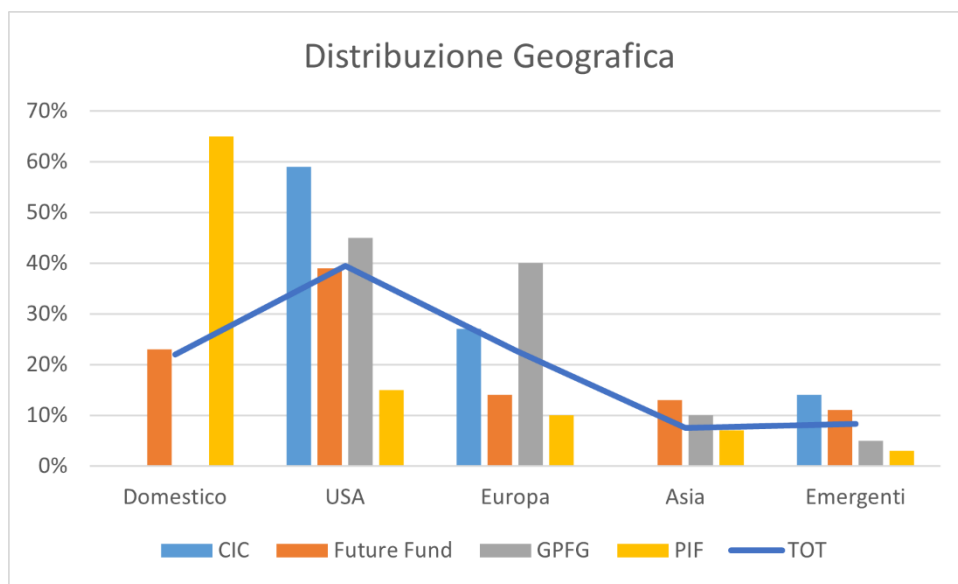


Figura 14: distribuzione geografica investimenti per fondo

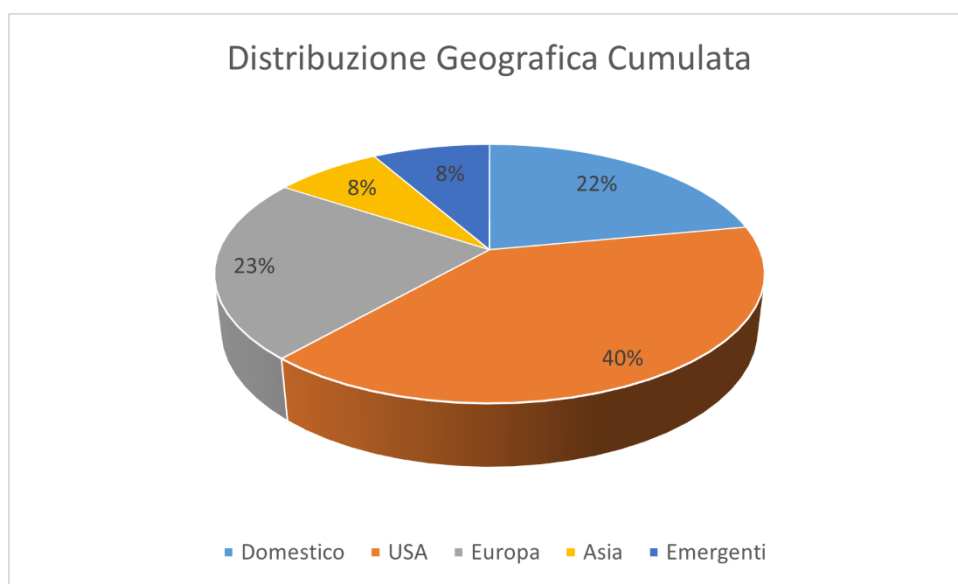


Figura 15: distribuzione geografica investimenti cumulata

- **Investimenti Domestici:** dalla tabella e dal grafico a colonne risulta che il PIF ha la più alta percentuale di investimenti domestici (65%) dovuto in particolar modo al progetto Saudi Vision 2030. A seguire il GPFNG norvegese (45%) e il Future Fund australiano (23%). Il CIC cinese non ha investimenti significativi a livello domestico che preferisce altri mercati.
- **Investimenti negli USA:** gli Stati Uniti rappresentano una destinazione chiave per tutti i fondi. Il CIC ha la maggiore esposizione (59%), seguito dal Future Fund (39%) e dal GPFNG (45%), mentre il PIF investe solo il 15% negli USA.
- **Investimenti in Europa:** il GPFNG norvegese ha il più alto livello di investimenti in Europa (40%), pareggiando quasi il livello di investimenti effettuato negli USA. Questo comportamento riflette la strategia del fondo di focalizzarsi sulle economie occidentali, mentre gli altri fondi mantengono percentuali molto più basse.
- **Investimenti in Asia:** gli investimenti in Asia, nei mercati più consolidati, sono più omogenei ma comunque relativamente bassi.
- **Investimenti in mercati emergenti:** in questo segmento rientrano tutti quei mercati in fase di sviluppo presenti principalmente in Africa o Medio Oriente. Anche qui si nota una distribuzione bassa, con la percentuale maggiore per il CIC (14%) non nascondendo l'interesse degli ultimi anni che la Cina ha verso l'Africa ad esempio.

Il grafico a torta mostra la distribuzione cumulata di tutti gli investimenti effettuati dai fondi sovrano in esame divisa per le stesse aree geografiche appena analizzate. Evince una netta predominanza di investimenti effettuati negli Stati Uniti, che rappresentano il 40% del totale. Segue l'Europa con il 23% ed il mercato domestico con il 22%, anche se quest'ultima percentuale è nettamente influenzata dalla strategia di investimento del PIF. L'Asia e i mercati emergenti restano segmenti minori, con solo l'8% circa a ciascuno.

Questa analisi sottolinea ulteriormente l'attenzione complessiva dei fondi verso i mercati sviluppati (USA ed Europa), mentre le economie emergenti e asiatiche occupano tuttora un ruolo secondario. Tuttavia, questo trend potrebbe essere destinato a cambiare con i nuovi avvenimenti geopolitici che caratterizzeranno questo decennio, in particolar modo il cambiamento climatico che potrebbe portare ad esplorare nuovi settori e nuove opportunità presenti proprio nei mercati emergenti.

3.2 Portafoglio di investimenti

Successivamente all'analisi geografica, studiamo qual è la distribuzione del portafoglio di investimenti di ciascun fondo sovrano nel corso degli ultimi tre anni. I macrosettori in cui viene diviso il portafoglio sono:

- Finanza
- Health
- Infrastrutture e Industria
- Materie prime o Materiali
- Real Estate
- Tecnologia
- Telecomunicazioni
- Utilities
- Altro

Vengono riportati qui di seguito le tabelle e i grafici relativi alla distribuzione del portafoglio di investimenti di ciascun fondo nel corso degli anni 2023, 2022 e 2021:

Anno 2023:

2023					TOT
Settori	CIC	Future Fund	GPFG	PIF	
Energia	5%	4%	4%	23%	9%
Finanza	16%	20%	15%	7%	14%
Health	15%	11%	11%	1%	9%
Infrastrutture	10%	10%	13%	3%	9%
Materiali	5%	10%	4%	5%	6%
Real Estate	2%	1%	6%	17%	6%
Tecnologia	20%	18%	22%	9%	17%
Telecomunicazioni	7%	7%	3%	7%	6%
Utilities	3%	2%	2%	6%	3%
Altro	20%	17%	20%	22%	20%
TOT	100%	100%	100%	100%	

Tabella 4: distribuzione portafoglio investimenti per fondo - 2023

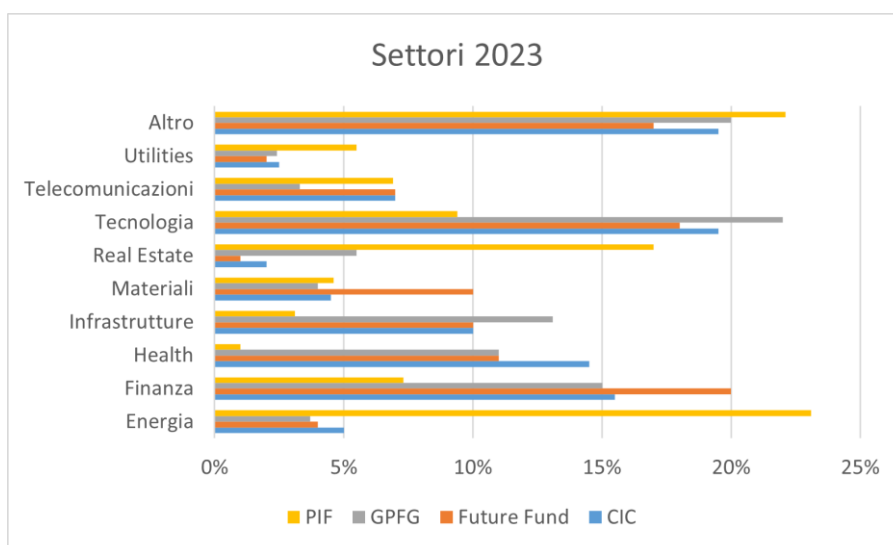


Figura 16: distribuzione portafoglio investimenti per fondo - 2023



Figura17: distribuzione cumulata portafoglio investimenti – 2023

Anno 2022:

2022						TOT
Settori	CIC	Future Fund	GPFG	PIF		
Energia	5%	5%	4%	30%	11%	
Finanza	14%	19%	16%	10%	15%	
Health	13%	12%	13%	3%	10%	
Infrastrutture	10%	9%	13%	2%	8%	
Materiali	4%	10%	4%	8%	7%	
Real Estate	2%	2%	6%	10%	5%	
Tecnologia	23%	18%	18%	12%	18%	
Telecomunicazioni	9%	7%	3%	5%	6%	
Utilities	2%	2%	3%	5%	3%	
Altro	18%	16%	21%	15%	18%	
TOT	100%	100%	100%	100%		

Tabella 5: distribuzione portafoglio investimenti per fondo - 2022

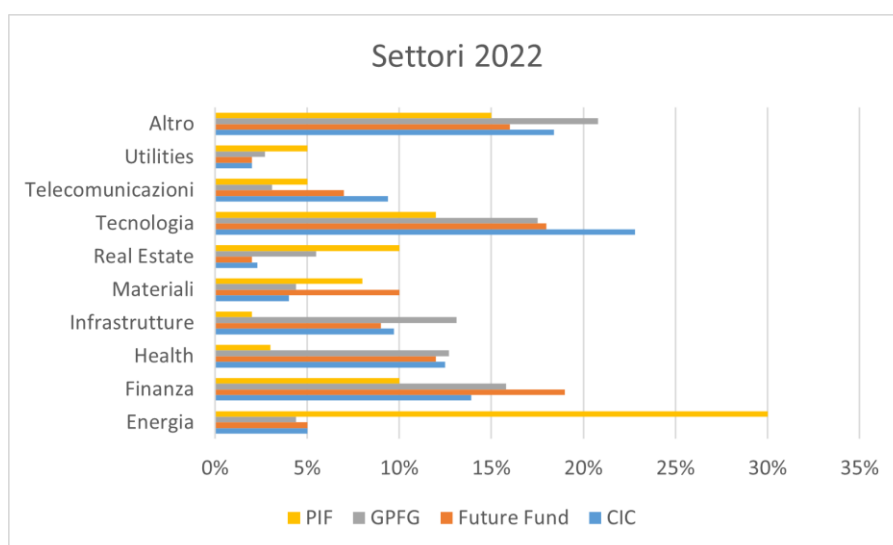


Figura 18: distribuzione portafoglio investimenti per fondo - 2022



Figura 19: distribuzione cumulata portafoglio investimenti – 2022

Anno 2021:

2021						
Settori	CIC	Future Fund	GPFG	PIF		TOT
Energia	2%	5%	4%	35%		11%
Finanza	13%	20%	14%	10%		14%
Health	12%	15%	11%	4%		11%
Infrastrutture	10%	15%	13%	2%		10%
Materiali	4%	5%	4%	10%		6%
Real Estate	2%	5%	6%	8%		5%
Tecnologia	20%	15%	21%	10%		16%
Telecomunicazioni	10%	5%	3%	5%		6%
Utilities	2%	4%	2%	3%		3%
Altro	25%	11%	20%	13%		17%
TOT	100%	100%	100%	100%		

Tabella 6: distribuzione portafoglio investimenti per fondo - 2021

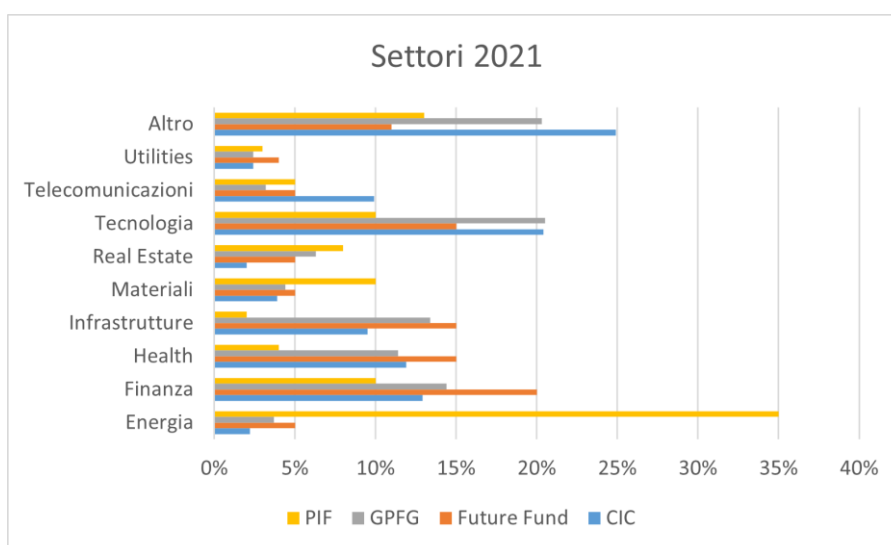


Figura 20: distribuzione portafoglio investimenti per fondo - 2021



Figura 21: distribuzione cumulata portafoglio investimenti – 2021

Negli ultimi tre anni, la distribuzione degli investimenti dei principali fondi sovrani ha mostrato tendenze stabili con lievi variazioni in settori strategici come tecnologia, energia e finanza, evidenziando strategie d'investimento specifiche per ogni fondo, che rispecchiano le loro priorità economiche e geografiche.

Il PIF si è distinto per la sua forte esposizione nel settore energetico, mantenendo una media del 30% del suo portafoglio destinato all'energia. Questo riflette l'enorme importanza del petrolio per il fondo saudita, pur riconoscendo che una graduale diversificazione sta prendendo piede, con investimenti crescenti in altre aree. La quota destinata al settore energetico è scesa leggermente nel 2023 al 23%, ma resta decisamente superiore rispetto agli altri fondi, che mantengono una percentuale modesta del 5% nel settore. Oltre all'energia, il PIF ha mostrato un interesse crescente per il Real Estate, passando da un 8% nel 2021 a un 10% negli anni successivi, e un aumento consistente nella categoria "Altro", che ha raggiunto il 22% nel 2023, segnando la volontà del fondo di esplorare nuovi settori strategici, come i beni di consumo essenziali. Nota bene: per quanto riguarda il PIF, i dati si riferiscono esclusivamente alla percentuale di investimenti rivolta al mercato estero e non domestico. Questo fatto è evidente riscontrando un basso valore alla voce "Infrastrutture" nel corso di tutto il triennio, quando in realtà, il fondo saudita, ha investito fortemente sulle proprie infrastrutture in vista del progetto Saudi Vision 2030.

Il GPFG ha mantenuto una distribuzione bilanciata tra vari settori, con un particolare interesse per la tecnologia e la finanza. La tecnologia è stata sempre una delle principali aree di investimento per il fondo norvegese, con una quota che è rimasta attorno al 21-22% durante il periodo. Questo sottolinea l'importanza strategica del settore tecnologico per il GPFG, che ha costantemente investito in aziende leader a livello globale. La finanza ha avuto un ruolo simile, con il 15% degli investimenti del fondo destinato a questo settore nel corso degli anni. Inoltre, il GPFG ha mantenuto una diversificazione relativamente stabile anche in sanità, infrastrutture e materie prime, dimostrando un portafoglio ben equilibrato e resiliente alle fluttuazioni di mercato.

Il CIC, il fondo cinese, ha seguito una strategia molto orientata alla tecnologia e alla sanità, con quest'ultima in particolare che ha raggiunto il 15% degli investimenti nel 2023, a

dimostrazione dell'importanza della salute per la Cina in termini di sviluppo economico e sicurezza nazionale. Nel settore tecnologico, il CIC ha spesso sfidato il GPFPG per il primato, arrivando nel 2022 a detenere una quota maggiore (23%) rispetto al fondo norvegese. Questa elevata esposizione al settore tecnologico ha posizionato il CIC come un attore chiave nell'innovazione globale, mentre ha dedicato quote minori a settori come l'energia, le materie prime e il Real Estate, in linea con la sua strategia di crescita orientata a settori ad alto valore aggiunto.

Il Future Fund australiano ha avuto un comportamento diverso rispetto agli altri fondi, con una maggiore attenzione al settore finanziario (20%) e alle materie prime (10%) nel 2023. Questa tendenza si è mantenuta relativamente costante nel corso degli anni, sottolineando una forte dipendenza del Future Fund dai mercati finanziari e dalle risorse naturali. Nonostante il Future Fund abbia subito delle fluttuazioni nel tempo, specialmente nei momenti di crisi globale, ha dimostrato una forte capacità di recupero grazie alla sua diversificazione, con una crescente presenza nel settore sanitario e tecnologico, pur mantenendo una quota inferiore rispetto al CIC e al GPFPG in questi settori.

In generale, il settore tecnologico e finanziario sono dominanti per la maggior parte dei fondi, mentre il PIF si distingue per la sua forte esposizione verso l'energia e real estate.

Guardando all'insieme dei quattro fondi, osserviamo che il settore tecnologico emerge come l'investimento dominante per tre dei quattro fondi (PIF escluso), rappresentando il 17-18% degli investimenti complessivi. Questo evidenzia quanto la tecnologia sia strategica per i fondi sovrani, che vedono in questo settore un'opportunità per guidare la crescita e l'innovazione globali. La finanza segue a ruota, con una quota che si aggira attorno al 14-15%, confermando il ruolo centrale dei mercati finanziari nel supportare la diversificazione e la stabilità a lungo termine dei portafogli di questi fondi. Questa quota è molto influenzata dalla scelta strategica del fondo australiano che ha mantenuto una soglia di investimenti alta nel settore per tutto il triennio. L'energia rimane un settore importante, ma con una distribuzione più polarizzata: il PIF si distingue per la sua forte esposizione verso questo settore, seguito dal real estate, mentre gli altri fondi mantengono una presenza molto più contenuta in questi settori, puntando invece sulla tecnologia e sulla finanza.

Un'analisi a parte deve essere dedicata al settore "Altro": come evince anche dal grafico a torta qui di seguito, la sua quota percentuale si aggira sempre attorno al 18%, tuttavia, guardando i grafici a barre, quello che salta all'occhio è l'andamento che il PIF mantiene in merito a ciò. Nel 2021 il PIF investe circa il 13% in "Altro", ma dopo appena due anni, questa quota sale al 22%. Questo a sottolineare due cose: il mondo arabo valuta nuove opportunità strategiche emergenti, ma soprattutto, buona parte di questo rialzo è rivolta ai beni essenziali e non dei consumatori, questo quindi ad indicare una maggiore attenzione all'individuo stesso e non più solo alle grandi industrie o ai settori più consolidati.

Quello che evince da questa analisi è la poca differenza che intercorre nelle quote di investimento nel corso dei tre anni all'interno del portafoglio di un fondo specifico. Questa forte similarità di risultati nel corso dei tre anni consecutivi non deve stupire, anzi conferma ciò che finora è stato detto in merito alla strategia di investimento dei fondi sovrani. Quelle dei fondi sovrani sono infatti operazioni a medio-lungo periodo, che prevedono un sostanziale ritorno (prettamente economico) dopo almeno 8-10 anni. Sarebbe stato

incoerente trovare tre situazioni completamente diverse dal 2021 al 2023, perché sarebbe stato indice di una mancanza di un piano strategico.

Settori	2021	2022	2023
Energia	11%	11%	9%
Finanza	14%	15%	14%
Health	11%	10%	9%
Infrastrutture	10%	8%	9%
Materiali	6%	7%	6%
Real Estate	5%	5%	6%
Tecnologia	16%	18%	17%
Telecomunicazioni	6%	6%	6%
Utilities	3%	3%	3%
Altro	17%	18%	20%

Tabella 7: distribuzione cumulata investimenti portafoglio

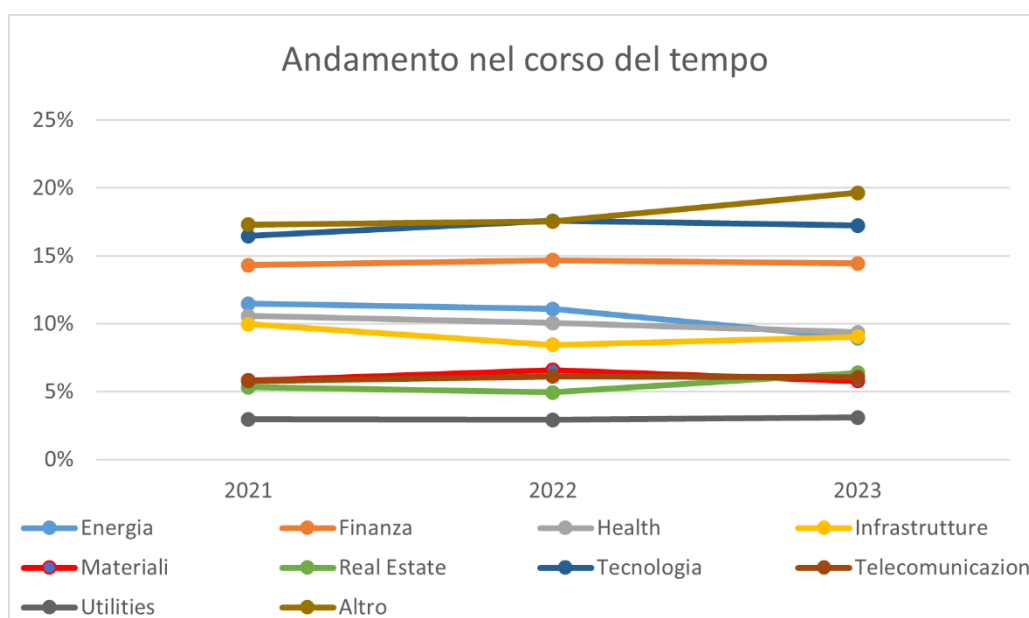


Figura 22: andamento nel tempo distribuzione cumulata portafoglio

In conclusione, attraverso la tabella riepilogativa numero 7 ed il grafico a linee in figura 22, possiamo evidenziare l'andamento dei settori analizzati nel corso degli ultimi tre anni. Nel corso di tre anni non si possono constatare grosse oscillazioni, ma solo piccole variazioni dell'ordine di qualche punto percentuale. Il grafico a linee riconferma ancora una volta come il settore tecnologico, al netto del settore "altro", sia quello che attira maggiore interesse posizionando la propria linea sopra tutte le altre. Il settore finanziario, rimasto pressoché costante, ricopre un ruolo importante nella scelta degli investimenti effettuati consolidando il secondo posto, mentre i settori infrastrutture, energia e sanità hanno subito leggere flessioni rappresentando comunque un mercato di interesse per i fondi sovrani. Chiude la classifica l'ultimo gruppo rappresentato da settori che non hanno subito grosse variazioni e non sono stati protagonisti di cospicui investimenti, e sono Real Estate, telecomunicazioni, materiali e utilities.

Come già detto, il settore “altro” ha visto una crescita degli investimenti da parte dei fondi sovrani che, in questo periodo, stanno esplorando nuove opportunità e stanno accrescendo la quota di investimenti a favore del consumatore.

È importante sottolineare come tre anni non siano sufficienti a rappresentare al meglio questa analisi quantitativa in merito al settore di investimenti preferito da parte dei fondi sovrani in esame. Tuttavia, volendo studiare i trend attuali in modo da poter visualizzare la strategia attuata in questi anni, era essenziale non andare troppo indietro nel corso del tempo, siccome questi sono anni di sostanziali cambiamenti in termini di diversificazione da risorse naturali e in termini di problematiche legate al clima. Inoltre, si è deciso di evitare l’anno 2020 siccome caratterizzato da una profonda crisi sanitaria che necessariamente ha influenzato sulla scelta di investimento di qualsiasi istituzione finanziaria. Sicuramente il 2021 trascina parzialmente questi effetti, ma siccome siamo a metà dell’anno 2024, per avere un numero minimo di dati, l’anno 2021 non poteva essere trascurato.

3.3 Analisi Finanziaria

Procediamo in questa terza parte all'analisi finanziaria dei quattro fondi sovrani nello stesso periodo temporale, ossia dal 2021 al 2023.

Verrà riportato qui di seguito lo stato patrimoniale riassunto secondo le voci:

- **Asset:** comprensivi di liquidità, asset finanziari, investimenti a lungo termine ed altri asset
- **Passività:** includono prestiti bancari, bond, interessi, etc.
- **Equity**

I dati sono stati estrapolati dai rispettivi report e convertiti in valuta USD statunitense per poterli comparare.

2023				
Stato Patrimoniale	CIC [M\$]	Future Fund [M\$]	GPFG [M\$]	PIF [M\$]
Assett	1.239.943	210.438	1.564.817	975.995
Passività	93.474	4.415	95.660	386.496
Equity	1.146.469	206.023	1.469.157	589.499

Tabella 8: stato patrimoniale fondi sovrani – 2023

2022				
Stato Patrimoniale	CIC [M\$]	Future Fund [M\$]	GPFG [M\$]	PIF [M\$]
Assett	1.350.863	200.626	1.242.818	776.963
Passività	105.777	6.313	83.907	305.807
Equity	1.245.086	194.313	1.158.911	471.156

Tabella 9: stato patrimoniale fondi sovrani – 2022

2021				
Stato Patrimoniale	CIC [M\$]	Future Fund [M\$]	GPFG [M\$]	PIF [M\$]
Assett	1.222.270	198.829	1.210.328	676.407
Passività	108.646	2.069	59.739	275.803
Equity	1.113.624	196.760	1.150.589	400.604

Tabella 10: stato patrimoniale fondi sovrani – 2021

Negli ultimi tre anni, l'analisi dello stato patrimoniale dei principali fondi sovrani mette in luce una crescita significativa in termini di asset per la maggior parte dei fondi, con differenze marcate nelle strategie finanziarie e nei livelli di passività.

Il GPFG della Norvegia è stato costantemente il fondo più grande in termini di asset, passando da \$1.210.328 milioni nel 2021 a \$1.564.817 milioni nel 2023. Questa crescita costante, pari a circa il 25% negli ultimi tre anni, dimostra la solidità e la prudenza del fondo, che ha mantenuto una bassa percentuale di passività rispetto agli asset, sempre sotto il 10%. In termini di equity, il GPFG ha rafforzato ulteriormente la sua posizione, con un incremento costante che lo ha portato da \$1.150.589 milioni nel 2021 a \$1.469.157 milioni nel 2023, evidenziando una struttura patrimoniale robusta e ben capitalizzata. Questo rafforza la sua leadership globale tra i fondi sovrani, caratterizzata da una strategia di gestione cauta e basata principalmente sull'accumulazione di capitale.

Il CIC cinese, invece, ha mostrato una fluttuazione negli asset nel corso del periodo. Nel 2021, il fondo deteneva circa \$1.222.270 milioni, un valore che è aumentato nel 2022, per poi subire una contrazione nel 2023, scendendo a \$1.239.943 milioni, una diminuzione di circa il 10% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, il CIC ha mantenuto una struttura di passività molto contenuta, con meno del 10% degli asset totali, il che denota una gestione prudente dell'indebitamento. Anche l'equity del CIC è rimasto relativamente stabile, con valori che oscillano tra \$1.146.469 milioni nel 2023 e valori simili nei due anni precedenti, segno di una buona gestione della capitalizzazione nonostante le fluttuazioni nei mercati finanziari.

Il PIF dell'Arabia Saudita, pur avendo asset inferiori rispetto al GPFG e al CIC, ha mostrato una delle crescite più rapide, passando da \$781.996 milioni nel 2021 a \$975.995 milioni nel 2023, con un aumento significativo del 25%, a pari del fondo norvegese. Tuttavia, il PIF, a differenza degli altri fondi, si distingue per il suo elevato livello di passività: fin dal 2021, quando il rapporto tra passivo e attivo era già del 41%, il fondo ha continuato a mantenere una struttura di passività alta, con \$386.496 milioni di debiti nel 2023, pari a circa il 40% degli asset. Questa situazione riflette una politica di investimento aggressiva, legata soprattutto ai progetti ambiziosi correlati al piano Saudi Vision 2030, che richiedono ingenti finanziamenti attraverso il debito. Nonostante l'alto livello di passività, il PIF ha visto crescere anche la sua equity, mostrando una base di capitale solida, pur se meno consistente rispetto al GPFG e al CIC.

Il Future Fund australiano, pur avendo dimensioni molto più ridotte rispetto agli altri fondi, ha seguito una strategia molto conservativa. I suoi asset sono aumentati gradualmente, passando da \$200.438 milioni nel 2021 a \$210.438 milioni nel 2023, con un incremento di circa il 5% annuo. Questo approccio prudente è visibile anche nelle passività, che restano costantemente sotto il 3% degli asset totali, la percentuale più bassa tra i fondi esaminati. Il Future Fund si distingue, dunque, per una gestione altamente conservativa e ben capitalizzata, con un'equity che è rimasta sostanzialmente stabile attorno ai \$200 miliardi, suggerendo una politica di rischio molto bassa e una preferenza per la sicurezza del capitale a lungo termine.

Per concludere, l'analisi dello stato patrimoniale evidenzia approcci diversi alla gestione delle risorse e delinea i seguenti quattro fattori:

- Il GPFG continua a consolidare la sua posizione di leader tra i fondi sovrani diventando il fondo con il maggiore valore di asset ed equity, evidenziando una strategia molto conservativa e basata sulla crescita costante.
- Il PIF, nonostante sia ancora inferiore in termini di asset rispetto a GPFG e CIC, sta aumentando le passività per finanziare la sua espansione aggressiva a livello internazionale, ma soprattutto a livello nazionale con il progetto Saudi Vision 2030.
- Il CIC è il fondo che più si avvicina a quello norvegese in termini di competitività finanziaria e tende a rimanere stabile, con una leggera fluttuazione degli asset nel corso degli anni.

- Il Future Fund australiano, seppur significativamente più piccolo, continua a crescere con un approccio estremamente conservativo, caratterizzato da bassi livelli di passività.
- A livello di equity, 3 su 4 fondi sovrani dimostrano maggiore solidità ed indipendenza finanziaria con la possibilità di affrontare meglio eventuali crisi economiche. Il PIF ha preferito una strategia rivolta al rischio con maggiore indebitamento e forte esposizione, ma in cerca di più alti rendimenti futuri.

In seguito allo stato patrimoniale, viene fornita ora una visione di insieme sui conti economici dei fondi sovrani durante i tre anni di analisi. Anche in questo caso tutti i valori sono stati estrapolati dai report e convertiti in valuta USD americana. I conti economici sono stati riassunti rispetto a quattro voci:

- **Ricavi operativi:** considerano ricavi derivanti da attività di investimento, attività non di investimento, interessi e attività finanziarie
- **Costi operativi:** tutte le voci di costo relative e necessarie alle voci di guadagno
- **Utile operativo:** differenza tra ricavi e costi
- **Utile netto:** dall'utile operativo si sottraggono le tasse, ma potrebbero aggiungersi ulteriori voci positive che sono crediti fiscali

2023				
CE	CIC [M\$]	Future Fund [M\$]	GPFG [M\$]	PIF [M\$]
Ricavi Operativi	43.421	12.256	213.201	91.020
Costi Operativi	2.650	418	6.939	72.093
Utile Operativo	40.771	11.837	206.262	18.927
Utile Netto	46.045	11.710	243.795	17.163

Tabella 11: conto economico fondi sovrani – 2023

2022				
CE	CIC [M\$]	Future Fund [M\$]	GPFG [M\$]	PIF [M\$]
Ricavi Operativi	134.008	-1.999	2.764	47.327
Costi Operativi	3.133	372	155.316	50.285
Utile Operativo	130.875	-2.371	-152.552	-2.958
Utile Netto	122.670	-2.447	-93.231	-4.463

Tabella 12: conto economico fondi sovrani – 2022

2021				
CE	CIC [M\$]	Future Fund [M\$]	GPFG [M\$]	PIF [M\$]
Ricavi Operativi	116.945	36.176	152.302	66.328
Costi Operativi	3.526	354	5.091	42.372
Utile Operativo	113.419	35.822	147.211	23.956
Utile Netto	108.079	35.713	144.487	22.837

Tabella 13: conto economico fondi sovrani – 2021

CIC (China Investment Corporation)

Il CIC ha mostrato una forte capacità di generare utili anche in periodi di volatilità. Nel 2021, il fondo ha ottenuto ricavi operativi di 116.945 milioni di dollari e un utile netto di 108.079 milioni, con costi operativi molto ridotti, segno di un'elevata efficienza. Il 2022 ha visto un aumento significativo dei ricavi (134.008 milioni di dollari), ma l'utile netto è diminuito a 122.670 milioni, suggerendo che, nonostante la crescita dei ricavi, ci sono stati fattori macroeconomici o di mercato che hanno inciso negativamente sulla redditività. Tuttavia, il CIC è riuscito a mantenere la profittabilità grazie a una gestione dei costi efficace. Nel 2023, c'è stato un drastico calo dei ricavi a 43.421 milioni, tuttavia l'utile netto è salito a 46.045 milioni, grazie al contenimento dei costi operativi (2.650 milioni) e ad una voce positiva in CE denominata "Income Tax Expenses", dimostrando una capacità di gestione efficiente in un contesto di ricavi ridotti.

In questi tre anni il CIC ha avuto fluttuazioni nei ricavi, ma ha mostrato un'elevata capacità di mantenere la profittabilità grazie a un efficace controllo dei costi operativi, specialmente nel 2023. Il 2022 è stato un anno anomalo, caratterizzato da ricavi elevati ma anche una riduzione dell'utile netto rispetto all'anno precedente.

Future Fund (Australia)

Il Future Fund ha avuto un andamento meno stabile rispetto agli altri fondi, evidenziando una vulnerabilità maggiore alle condizioni di mercato. Nel 2021 ha registrato ricavi operativi di 36.176 milioni di dollari e un utile netto di 35.713 milioni, grazie a costi operativi molto bassi (354 milioni), il che riflette una gestione molto efficiente. Tuttavia, nel 2022 il fondo ha subito una perdita significativa con ricavi negativi (-1.999 milioni) e un utile operativo di -2.371 milioni, evidenziando le difficoltà incontrate in un anno di forte volatilità. Nel 2023, il fondo è riuscito a riprendersi, con ricavi operativi di 12.256 milioni di dollari e un utile netto di 11.710 milioni. Sebbene non sia tornato ai livelli del 2021, la ripresa nel 2023 dimostra la capacità del fondo di adattarsi alle condizioni di mercato e di tornare a una profittabilità accettabile.

La vulnerabilità del Future Fund agli shock di mercato è stata particolarmente evidente nel 2022, ma la sua struttura di costi snella e a una migliore gestione degli investimenti sono stati fattori determinanti che hanno permesso una rapida ripresa.

GPFG (Government Pension Fund Global - Norvegia)

Il GPFG ha subito oscillazioni significative tra il 2021 e il 2023, mostrando la sua esposizione alle fluttuazioni del mercato globale. Nel 2021 ha registrato ricavi operativi molto elevati di 152.302 milioni di dollari e un utile netto di 144.487 milioni, dimostrando la solidità del suo portafoglio in un anno particolarmente favorevole. Tuttavia, il 2022 è stato disastroso, con ricavi operativi quasi nulli e perdite operative di -152.552 milioni, indicando una forte perdita dovuta a condizioni di mercato avverse, legate a investimenti in settori o mercati in crisi. Questa perdita è anche correlata al fatto che il GPFG proprio in questo periodo ha deciso di disinvestire in aziende e società che non rispettavano requisiti di sostenibilità e non includessero politiche ESG al loro interno. Nonostante ciò, il GPFG ha recuperato massicciamente nel 2023, con ricavi operativi di 213.201 milioni e un utile netto di 243.795 milioni, dimostrando la capacità del fondo di capitalizzare su condizioni di mercato favorevoli e di mantenere una posizione di leadership tra i fondi sovrani.

Il GPFG ha affrontato una forte volatilità, passando da un anno eccezionale nel 2021 a una perdita considerevole nel 2022, per poi riprendersi in modo straordinario nel 2023. La capacità di ripresa dimostra la solidità del portafoglio e l'esposizione a settori che hanno mostrato forti oscillazioni di rendimento negli ultimi anni.

PIF (Public Investment Fund - Arabia Saudita)

Il PIF, con la sua strategia più aggressiva e orientata al rischio, ha mostrato una performance più volatile rispetto agli altri fondi. Nel 2021 ha registrato ricavi operativi di 66.328 milioni di dollari e un utile netto di 22.837 milioni, ma con costi operativi pari a 42.372 milioni che hanno limitato i margini operativi. Nel 2022, il PIF ha subito una leggera perdita operativa di -2.958 milioni e un utile netto negativo di -4.463 milioni, dovuto a ricavi relativamente bassi (47.327 milioni) e costi operativi elevati (50.285 milioni). Tuttavia, il fondo ha migliorato significativamente la sua performance nel 2023, con ricavi operativi di 91.020 milioni di dollari e un utile netto di 17.165 milioni, tornando così alla profittabilità nonostante i costi operativi rimangano elevati (72.093 milioni).

Il PIF ha una struttura di costi molto alta rispetto agli altri fondi, il che riduce i margini operativi. Tuttavia, ha mostrato una capacità di ripresa notevole nel 2023, migliorando significativamente la sua performance rispetto al 2022. Come è stato messo in evidenza con lo stato patrimoniale, anche attraverso il conto economico traspare la strategia più aggressiva e rischiosa del fondo arabo, che lo espone a maggiore volatilità rispetto agli altri fondi. Questo suggerisce che, sebbene il PIF sia in grado di generare ricavi elevati, la sua elevata esposizione al rischio e ai costi operativi lo rende più vulnerabile.

Per ultima analisi aggiungiamo il tasso di ritorno per gli shareholders di ciascun fondo negli anni dal 2021 al 2023:

Ritorno	2023	2022	2021
CIC	6,43%	8,73%	9,71%
Future Fund	6%	-1,3%	22,20%
GPFG	16,10%	-14,10%	14,50%
PIF	8,70%	8%	25,00%

Tabella 14: ritorno economico per shareholders

Anche i tassi di ritorno per coloro che hanno investito nel fondo confermano l'analisi appena effettuata. L'anno 2021 presenta i valori più alti del triennio, con il solo fondo cinese che non tocca quota 10% ma è quello che si mantiene più stabile grazie alla propria strategia. L'anno 2022 è quello più volatile caratterizzato da una drastica caduta dei tassi di ritorno per tre fondi su quattro (si salva quello cinese), dove solo il PIF riesce a mantenerlo positivo dimostrandosi più stabile. La riduzione di un solo punto percentuale per il fondo cinese dimostra una certa resilienza rispetto agli shock di mercato, in parte grazie alla diversificazione e alla sua esposizione a una gamma più ampia di asset globali, comprese infrastrutture e mercati emergenti.

L'anno 2023 infine rappresenta la "risalita" e sottolinea l'effetto positivo della propria strategia di investimenti, in particolar modo per GPFG e PIF, mentre il Future Fund è ancora distante dai livelli del 2021 ma comunque in crescita, ed il CIC invece sta continuando a decrescere lentamente. Di seguito viene rappresentato l'andamento dei tassi di ritorno in

maniera grafica, mettendo in evidenza il calo di tutte e quattro le linee in corrispondenza dell'anno 2022.

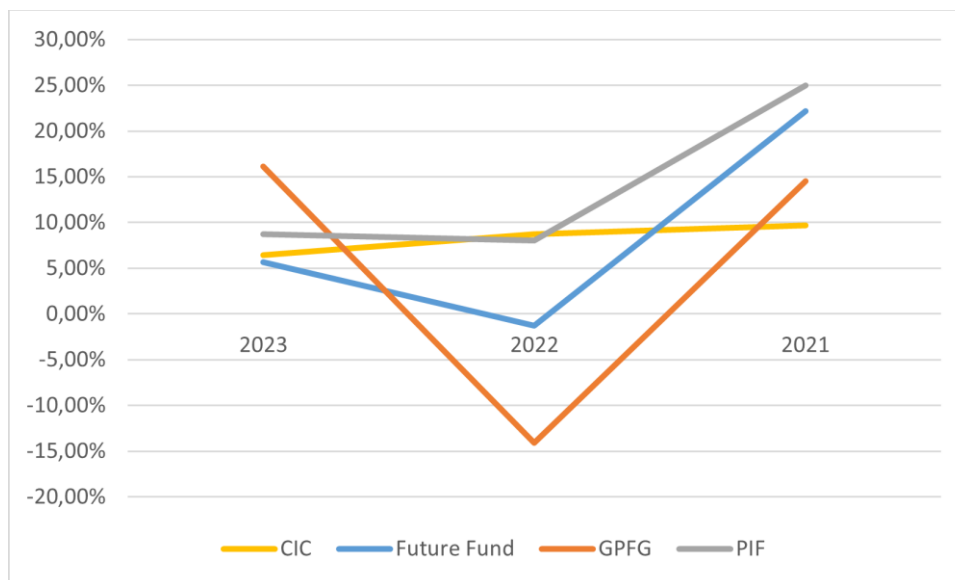


Figura 23: andamento tassi di ritorno nel triennio

Nel complesso, i fondi sovrani analizzati hanno mostrato dinamiche diverse nel periodo 2021-2023, con alcuni fondi che hanno evidenziato maggiore stabilità e altri che hanno risentito in modo più marcato delle fluttuazioni di mercato.

I due fondi più grandi e maturi, il CIC e il GPF, si sono distinti per la loro capacità di mantenere una performance stabile nel lungo periodo, nonostante la volatilità del 2022, grazie alla loro forte capacità di generare ricavi e di gestire i costi operativi. Entrambi hanno mostrato una resilienza superiore rispetto ad altri fondi, adattandosi meglio ai cambiamenti delle condizioni di mercato. Tra i due però, il GPF ha subito un tracollo nell'anno 2022 con ottima ripresa l'anno successivo, mentre il CIC è riuscito a rimanere stabile anche se, nel periodo di tre anni, non ha riscontrato sostanziali aumenti a livello di asset o grossi ritorni economici.

Il Future Fund, invece, ha rivelato una maggiore vulnerabilità, subendo un drastico calo nel 2022 a causa di una forte esposizione ai mercati azionari e tecnologici, ma ha mostrato segni di ripresa nel 2023. Questo dimostra come la sua elevata esposizione ai mercati finanziari lo renda più soggetto a fluttuazioni, ma con capacità di recupero una volta migliorate le condizioni esterne.

Il PIF, caratterizzato da costi operativi più elevati e margini più stretti, ha mostrato una notevole capacità di recupero nel 2023. Tuttavia, rimane relativamente più esposto ai rischi, in particolare a quelli legati alle fluttuazioni del mercato energetico, pur traendo vantaggio dalla sua posizione strategica in questo settore, ma anche rispetto alla sua posizione di debito, decisamente elevata se comparata agli altri fondi, ma necessaria per mantenere questa strategia aggressiva a livello internazionale ma soprattutto nazionale (progetto Saudi Vision 2030).

L'anno 2022 è stato un periodo di grande difficoltà per quasi tutti i fondi, contraddistinto da una volatilità diffusa nei mercati finanziari globali, con forti perdite per i fondi più esposti

alle azioni e alla tecnologia, come il Future Fund e il GPF. In contrasto, fondi come il PIF, grazie alla sua esposizione al settore energetico, sono rimasti più stabili durante questa fase di turbolenza. Quali potrebbero essere le cause di questo tracollo? Sono da ricercare in fattori macroeconomici, geopolitici e settoriali, in particolare:

- **Conflitto in Ucraina:** il conflitto ha avuto un impatto significativo sui mercati globali e le catene di approvvigionamento, in particolare l'impennata dei prezzi delle materie prime (petrolio, gas e grano) ha portato ad un aumento dell'inflazione e conseguente instabilità.
- **Aumento dei tassi di interesse:** le principali banche centrali (americana ed europea) hanno alzato i tassi di interesse nel 2022 per contrastare l'impennata inflazionistica.
- **Turbolenze nei mercati azionari e obbligazionari:** tutto ciò ha avuto cause sui mercati, anche quelli considerati più "sicuri" come quelli obbligazionari. Un fondo molto esposto sugli strumenti finanziari come il Future Fund ha subito le conseguenze di questi eventi in maniera più forte rispetto ad altri fondi esposti su altri settori (come il PIF su quello energetico).
- **Volatilità nel settore tecnologico:** il settore tecnologico, che ha trainato i mercati azionari per molti anni, ha subito un forte ribasso nel 2022. Infatti, il rialzo dei tassi di interesse ha ridotto l'attrattiva delle aziende tecnologiche ad alta crescita, poiché i loro utili futuri sono stati scontati a tassi più elevati. Di conseguenza, molti fondi sovrani, in particolare il GPF norvegese e altri fondi esposti su questo settore, hanno subito perdite significative a causa del crollo dei titoli tecnologici.

La ripresa del 2023 è stata marcata per tutti i fondi, segnalando la loro capacità di adattamento e di generare profitti in condizioni di mercato migliorate. In particolare, il GPF ha ottenuto il miglior risultato, indicativo di un ritorno di fiducia nei mercati finanziari globali. CIC e PIF hanno mantenuto tassi di ritorno più stabili, beneficiando della diversificazione dei loro portafogli e della loro bassa esposizione ai debiti (quota di equity pari quasi al 90% dell'attivo per entrambi), che ha permesso loro di affrontare meglio le turbolenze economiche.

In conclusione, le diverse strategie adottate e le differenze settoriali sono emerse chiaramente: mentre i fondi con una forte esposizione ai mercati azionari, in particolare in settori finanziari o tecnologici, come GPF e Future Fund, hanno subito maggiori perdite nel 2022, mentre fondi con un altro tipo di diversificazione, come il PIF connesso al settore energetico, hanno riscontrato dei benefici e agito come un rifugio sicuro durante i periodi di incertezza globale. Nel 2023, il GPF ha particolarmente tratto vantaggio dalla ripresa dei mercati azionari, sebbene la sua forte volatilità indichi l'importanza di una gestione accurata del rischio in un contesto economico così mutevole. Il CIC invece è esempio di come un fondo stabile e ben diversificato possa sopravvivere anche in tempi di crisi: non riscontra nel corso dei tre anni rialzi sostanziali di asset o un miglioramento del tasso di ritorno, ma rimane sempre positivo, con una posizione di debito molto corta e soprattutto stabile nel tempo.

L'analisi geografica effettuata in principio a questo capitolo evidenzia l'interesse che i fondi sovrani rivolgono ad alcune parti del mondo piuttosto che altre, ma non ha inciso (ad oggi)

direttamente sull'esposizione di tali fondi o sul loro quadro economico. Tuttavia, può essere che le scelte di investimento effettuate oggi in alcuni mercati di nicchia possano nascondere delle opportunità che si possono tradurre in numeri positivi sullo stato patrimoniale o conto economico dei prossimi 3 o 5 anni.

Capitolo 4: Sport ed Intrattenimento: la nuova frontiera dei Fondi Sovrani

Dedichiamo questo capitolo all'analisi di un particolare settore verso cui i fondi sovrani hanno dedicato la propria attenzione nel corso degli ultimi anni: il settore ludico-sportivo.

Questo è diventato un settore strategico per alcuni fondi sovrani, specialmente quelli localizzati in Medio Oriente come Arabia Saudita o Qatar. Questo tipo di investimenti rientra perfettamente nella strategia del fondo in quanto permette un'ulteriore diversificazione del proprio portafoglio e permette di raggiungere obiettivi economici e geopolitici. Infatti, oltre ad essere investimenti motivati dal mero ritorno economico, il mondo ludico-sportivo fornisce un valore intangibile molto più ampio, che si traduce in visibilità internazionale, opportunità di crescita, sviluppo delle proprie infrastrutture e quindi complessivamente in un miglioramento del proprio "soft power".

Il concetto di "soft power" è stato coniato dallo studioso politologo Joseph Nye nel suo libro del 1990 *"Bound to Lead: The Changing Nature of American Power"* e successivamente sviluppato nel suo libro del 2004 *"Soft Power: The Means to Success in World Politics"*. Il concetto, nel significato più stretto, si riferisce alla capacità di un paese di influenzare gli altri attraverso la persuasione e l'attrazione piuttosto che tramite coercizione o pagamento. In altre parole, il soft power si basa sulla capacità di un paese di far sì che altri adottino le sue politiche, valori, culture e istituzioni perché sono visti come attraenti e legittimi, anziché essere costretti a farlo. Questo tipo di influenza può derivare da vari fattori, tra cui la cultura popolare, l'attrattiva dei valori e delle idee del paese, la politica estera, l'efficacia delle istituzioni internazionali e la diplomazia pubblica.

In relazione ai fondi sovrani e ai loro investimenti in ambito sportivo, questo concetto calza a pennello, siccome è proprio grazie a queste operazioni che non solo i fondi sovrani, ma soprattutto i paesi che li sponsorizzano, salgono alla ribalta e all'attenzione dell'opinione pubblica, in quanto migliorano la reputazione e l'immagine di quel paese a livello internazionale.

Di seguito, esploriamo alcune delle principali ragioni dietro questi investimenti, gli investimenti più significativi effettuati dai fondi sovrani e il ritorno atteso da tali operazioni:

- **Diversificazione del portafoglio:** come abbiamo ripetuto finora, all'interno delle strategie dei fondi sovrani c'è la volontà di diversificare il proprio portafoglio, riducendo la dipendenza da risorse naturali quali petrolio o simili, e cercare opportunità altrove, anche in settori che possono offrire rendimenti stabili o a lungo termine come quello sportivo. Questo è l'esempio di fondi che sono diventati proprietari di club calcistici portandoli al vertice del mondo calcistico, vedi il Paris Saint Germain di proprietà del QIA.
- **Promozione internazionale:** questo obiettivo viene raggiunto attraverso nuovamente l'investimento in club di alto livello, ma anche sponsorizzando grandi campionati sportivi oppure ospitandone degli eventi.
- **Sviluppo infrastrutturale:** gli investimenti nello sport, soprattutto in grandi eventi, permettono lo sviluppo di infrastrutture nuove, all'avanguardia ed uniche nel loro genere. Questo permette non solo di aumentare l'attrattiva del paese, ma anche di sviluppare le competizioni locali e catalizzare lo sviluppo economico in aree

specifiche. Un esempio eclatante e recente è quello del mondiale di calcio tenutosi in Qatar nel 2022.

- **Ritorno finanziario:** il settore sportivo è in grado di offrire, oltre ad un ritorno d'immagine, anche ritorni finanziari notevoli, soprattutto attraverso diritti televisivi, sponsorizzazioni, merchandising e aumento del valore di club o franchigie sportive.

Viste quali sono le ragioni, vediamo ora tutta una serie di progetti e operazioni che interessano questo settore e come questi investimenti spesso influenzano le competizioni ludico sportive europee ed internazionali.

QIA e Paris Saint Germain: nel 2011 il fondo sovrano del Qatar, attraverso la sua filiale Qatar Sports Investment, acquistò, impossessandosi della maggioranza delle quote, il club francese Paris Saint Germain anche noto come PSG. Un dato significativo e che permette di capire la portanza di questa operazione è la seguente: la valutazione del club parigino al momento dell'acquisto era di circa 131 milioni di dollari, mentre, ad oggi, secondo Forbes, la valutazione del PSG è di circa 4,4 miliardi di dollari, dimostrando quindi come questo sia stato effettivamente un investimento a lungo termine. Infatti, in poco meno di 15 anni, la valutazione del club, oggi appartenente al 100% al fondo qatariota, è cresciuta di tredici volte tanto.

Questo investimento non si traduce solo in un aspetto finanziario, ma soprattutto permette un ritorno di immagine e una visibilità del fondo a livello internazionale, nonché un aumento di appeal del fondo e del paese stesso tra gli amanti del calcio ma soprattutto tra i tifosi del club che si attestano ad essere circa 35 milioni di persone. Questa operazione ha di certo influenzato la competitività del club a livello nazionale ed internazionale, portando molti più fondi nelle casse del club che ad oggi occupa la quinta posizione nella speciale classifica dei club calcistici più ricchi al mondo. Tutto ciò ha permesso di ottenere numerosi successi sportivi: basti pensare come il PSG conti 48 trofei a livello nazionale, 33 dei quali sono stati ottenuti dal 2012 ad oggi sotto la proprietà qatariota, quindi in 12 anni di gestione, mentre, dalla fondazione del club nel 1970 al 2012, sono stati ottenuti i restanti 15 trofei in poco più di 50 anni.

È noto a tutti come vincere trofei aumenti la notorietà ma soprattutto permette di ottenere premi in denaro sempre maggiori che finiscono nelle casse del club, ed il rapporto trofei/anno tra il periodo "pre-QIA" e "post-QIA" è notevole: 2,75 trofei all'anno dal 2012 ad oggi contro un misero 0,3 trofei all'anno nella gestione precedente. Non ci sono dubbi che la gestione qatariota ha ridimensionato completamente il valore e la fama di questo club.

Tuttavia, nella gestione qatariota, questo club non ha ancora vinto un trofeo internazionale, questo però dimostra come la notorietà di un club ed il valore della operazione non sia solo dato dalla vittoria delle competizioni, ma tutta una serie di fattori quali giocatori e sponsor ad esempio. È noto a tutti come, solo negli ultimi anni, questo club ha visto tra le sue file grandi campioni quali Neymar, Messi, Mbappé, Di Maria, Sergio Ramos, etc. che hanno alimentato la passione di tifosi e spettatori. Ovviamente, tutto ciò era permesso grazie ad ingaggi stellari che il fondo qatariota poteva permettersi senza troppe difficoltà. Per dare un'idea, il PSG detiene ancora il record di trasferimento più alto mai pagato per un giocatore: il trasferimento di Neymar dal Barcellona al club parigino per una cifra da capogiro di 222 milioni di euro. O ancora, il contratto stipulato con la stella Mbappé nel 2023 per trattenerlo

alla corte di Parigi da un valore complessivo di oltre 630 milioni di euro in tre anni, rendendolo il giocatore più pagato della storia.

Questi esempi spiegano a sufficienza come un fondo sovrano possa determinare le sorti di un club calcistico, attrarre le risorse migliori ed espandere la propria notorietà in tutto il mondo. È poi noto come il calcio, soprattutto in Europa, è molto più di un semplice sport: è intrattenimento, è spettacolo, è guadagno, è un'industria che muove miliardi, ma è anche politica. Forse non tutti lo sanno, ma il presidente francese Emmanuel Macron, in più di un'occasione si è espresso in merito alla ormai ex stella del club parigino Kylian Mbappé. Due anni fa per convincerlo a rimanere a Parigi, più recentemente invece ha rilasciato alcune dichiarazioni verso il nuovo club del giocatore, il Real Madrid, affinché lo lasciassero partecipare alle Olimpiadi del 2024. Questo per dire come effettuare un investimento sul calcio europeo da parte di fondi sovrani non europei, può essere un modo per ritagliarsi la propria scena ed acquisire favore all'interno del grande blocco continentale. Infine, come abbiamo già sottolineato, permette visibilità al paese di appartenenza del fondo e potrebbe migliorare l'economia domestica. Come? Attraverso le sponsorizzazioni ad esempio. Infatti, il main sponsor del club parigino altro non è se non la Qatar Airways, la compagnia aerea di bandiera del Qatar. Anche questa operazione trasborda dal solo confine finanziario, in quanto permette una visibilità del paese attraverso la creazione di pacchetti ad-hoc rivolti ai tifosi del PSG per volare con Qatar Airways destinazione Doha, la capitale del paese.

Il QIA è stato fondato nel 2005, ma nello stesso anno è stata fondata la già sopracitata Qatar Sport Investment (QSI), filiale del fondo sovrano rivolta all'ambito sportivo che però non si occupa solo di calcio. Infatti, mentre il QIA è il fondo sovrano che nasce ponendosi tutti gli obiettivi di cui abbiamo già approfonditamente discusso nei capitoli precedenti, la QSI viene fondata con lo scopo di reinvestire fondi nel settore dello sport qatariota e nell'intrattenimento. All'interno del suo portafoglio, la sua punta di diamante è ovviamente il club PSG, ma compaiono anche un altro club calcistico europeo, lo Sporting Braga di cui detiene circa il 30% delle quote; e controlla Burrda, un'azienda manifatturiera specializzata in equipaggiamento, fornitrice e partner di molti club e squadre nazionali in calcio, rugby, pallamano e Formula 1, soprattutto in Europa e Medio Oriente. Infine, nel 2023 ha acquisito il circuito internazionale e professionistico del Padel, ossia il World Padel Tour. Come si legge sul sito ufficiale del QSI, gli obiettivi target risultano essere il calcio, il basket, la motosport, il padel, il tennis e molto altro, dimostrando quindi un'alta diversificazione all'interno dello stesso settore sportivo.

QIA e FIFA World Cup 2022: a livello infrastrutturale il QIA ha avuto un ruolo principale nell'organizzazione dei mondiali di calcio in Qatar nel 2022. Si stima infatti che siano stati spesi più di 200 miliardi di dollari per infrastrutture e preparazioni legate all'evento. Tuttavia, la maggior parte della spesa è stata effettuata per opere non sportive, ossia strutture necessarie all'ospitalità del flusso di persone come strutture alberghiere, centri commerciali, luoghi di aggregazione e anche una nuova metropolitana nella città di Doha costituita da quattro linee che hanno richiesto una spesa di \$41 miliardi. La spesa dedicata agli impianti sportivi utilizzati, otto in tutto, ammonta a poco meno di 7 miliardi di dollari. Degli otto stadi impiegati, solo uno era già completo, mentre sei di questi sono stati costruiti ex-novo ed uno ristrutturato. Tutte le infrastrutture realizzate, ad eccezione dello Stadio 974 realizzato con 974 container appunto e smantellato alla fine della competizione, sono strutture permanenti che accrescono il valore del Qatar a livello internazionale e domestico. Il Governo qatariota

ha infatti deciso di sostenere l'ingente investimento con lo scopo di diversificare l'economia nazionale attraverso la crescita infrastrutturale, volta ad incrementare l'afflusso di relazioni commerciali globali e di persone, con la finalità di aumentare l'interesse internazionale verso il Paese ed attrarre investimenti esteri.

Il progetto è stato intrapreso anche per soddisfare l'esigenza di rimanere al passo della competizione geopolitica con i vicini Paesi del Golfo, che hanno adottato strategie d'investimento volte a far crescere esponenzialmente le loro metropoli urbane.

Si stima che solo durante la manifestazione il Qatar ha potuto ricavare circa 17 miliardi di dollari, ma il ritorno dell'investimento è sicuramente sul lungo termine ora che il Qatar ha visto accrescere la propria influenza diplomatica e culturale a seguito della Coppa del Mondo. È corretto ricordare come questa sia stata una tra le edizioni più discusse dei mondiali di calcio, a causa della poca attenzione del governo qatariota verso aspetti sociali e della cultura medio orientale verso i diritti umani, in particolare verso le donne e altre forme di genere o sessualità. Ha fatto anche discutere la condizione a cui gli operai, spesso immigrati, sono stati sottoposti durante la realizzazione degli impianti. Il giornale britannico The Guardian nel 2021 ha pubblicato un articolo in cui afferma che più di 6.500 operai sono deceduti durante i lavori, ma il numero ufficioso potrebbe essere di gran lunga maggiore. Se è vero che con questa operazione il Qatar ha ritagliato la propria influenza, si è dovuto subito scontrare con l'opinione pubblica e si è trovato costretto ad annunciare, nel maggio 2021, una serie di misure volte a proteggere i lavoratori migranti.

Tuttavia, è importante ricordare come il focus di questo elaborato siano i fondi sovrani, ed è innegabile come il QIA abbia efficacemente usato le proprie risorse per aiutare il proprio paese ed acquisire ulteriore visibilità, al di là degli scandali sociali tipici della cultura dei paesi appartenenti a quella parte di mondo. Dopo questa esperienza vedremo come il Qatar si comporterà con i mondiali di basket FIBA 2027.

PIF e Saudi Vision 2030: l'Arabia Saudita, in stretta collaborazione col suo fondo sovrano il Public Investment Fund, ha avviato un programma strategico per diversificare l'economia del paese in settori quali servizio pubblico, sanità, istruzione, turismo ed intrattenimento. Gli obiettivi specifici da raggiungere entro il 2030 sono tre:

- 1) **Una società vibrante:** sviluppare l'urbanistica, la cultura e l'intrattenimento, lo sport e l'aspettativa di vita
- 2) **Un'economia fiorente:** occupazione, inclusione e competitività internazionale
- 3) **Una nazione ambiziosa:** entrate non petrolifere ed efficacia del governo

L'Arabia si è concentrata molto sullo sport e sull'intrattenimento avendo come fine ultimo circa gli stessi obiettivi appena analizzati nel caso Qatar Sport Investment, ossia diversificazione, visibilità ed internazionalizzazione. In ottica Vision 2030 sono già state effettuate numerose operazioni, tra cui una partnership di 10 anni stipulata nel 2018 con il promotore di wrestling professionistico americano World Wrestling Entertainment (WWE) per organizzare eventi pay-per-view annuali in Arabia Saudita. A fine 2018 si è tenuto il primo ePrix del campionato mondiale di Formula E sul circuito semi-permanente costruito proprio per l'occasione. Questo evento ha visto l'organizzazione di tutta una serie di eventi collaterali, tra cui concerti che hanno attirato star internazionali come Enrique Iglesias,

OneRepublic, David Guetta, Black Eyed Peas, e altri eventi di intrattenimento assimilati, a partire dal 2019, al festival invernale noto come Riyadh Season.

Questi eventi hanno avuto anche una notevole risonanza sociale per il paese stesso, in quanto hanno permesso una maggiore apertura anche verso il pubblico femminile, garantendo quindi maggior diritti verso le donne in un paese dalla forte cultura patriarcale.

Non poteva mancare anche in questa occasione il calcio, infatti sempre in ottica Vision 2030, e quindi in ottica di intrattenimento ed internazionalità, già nel 2020 l'Arabia Saudita ha firmato contratti con Italia e Spagna per ospitare le loro finali di coppe nazionali. L'anno seguente invece, nel 2021, il PIF ha acquisito una partecipazione dell'80% nel club calcistico inglese New Castle, auspicando di percorrere una strada simile a quella del club parigino di proprietà qatariota.

Non solo estero però, infatti negli ultimi anni il calcio domestico, la Saudi Pro League, ha accresciuto di molto il proprio livello competitivo e la propria notorietà sia su un piano nazionale, ma soprattutto internazionale. Questo è avvenuto grazie all'acquisto di giocatori di fama internazionale e campioni nel mondo del calcio. Primo fra tutti, e forse emblematico poiché ha "aperto la strada" a tutti gli altri giocatori spostando l'interesse di media e non solo, è Cristiano Ronaldo. Questo trasferimento è avvenuto a fine 2022 quando il giocatore ha deciso di trasferirsi in Arabia acquistata dalla squadra Al Nassr con un ingaggio stellare di 200 milioni di euro fino al 2025 ed un ruolo di ambasciatore nel progetto dell'Arabia Saudita in vista dei mondiali 2030. Questo investimento non è solo di stampo calcistico, il giocatore è sicuramente eccellente, ma a fine carriera. L'investimento è di stampo mediatico, in quanto parliamo di uno dei calciatori più stellari che il calcio abbia mai avuto, nonché la persona più seguita al mondo sui social. Un personaggio di questo calibro è in grado di attirare sponsor, aumentare la visibilità del campionato arabo e dell'intero paese, ma soprattutto di influenzare la massa. Iconico è, ad esempio, il momento in cui Ronaldo, nel 2021 in un'intervista agli europei di calcio, spostò dal tavolo a cui era seduto due bottigliette di Coca Cola mettendo al centro una bottiglietta d'acqua invitando il pubblico a bere quella con solo due parole: "Drink Water". Le conseguenze di questo gesto? Subito dopo la conferenza il titolo in Borsa di Coca Cola è crollato di 1.6 punti percentuali, il prezzo per azione è sceso da 56.18 a 55.22 causando una perdita di oltre 4 miliardi di dollari al colosso americano. Questo è solo un esempio che avvalorava la tesi secondo cui questo investimento va oltre le questioni di campo, ma è volto a ispirare il campionato, la nazione e le generazioni future a diventare migliori. Subito dopo l'acquisto Ronaldo, infatti, nell'estate 2023 molti altri campioni del calcio europeo si sono trasferiti nel campionato arabo come Benzema, Mané, Brozovic, Milinkovic Savic e molti altri. In totale il numero di giocatori passati da un campionato europeo a quello arabo è 18, a una cifra complessiva, per il solo trasferimento, quindi escludendo l'ingaggio, di 418.5 milioni di euro.

Perché parliamo di calciomercato in relazione ai fondi sovrani? Perché 16 di questi 18 giocatori si sono trasferiti in uno dei seguenti quattro club: Al Ahli, Al Ittihad, Al-Nassr e Al-Hilal. Il fatto rilevante è che tutti questi quattro club sono finanziati e appartengono al 75% al fondo sovrano arabo PIF. Quindi è una stessa cassa a investire in quattro club diversi per poter alzare il livello competitivo del campionato locale attirando sempre più giocatori di fama internazionale. I primi effetti di queste mosse di mercato si sono visti fin da subito anche in Italia: nel 2023 Cairo ha acquistato i diritti televisivi della Saudi Pro League, ad

una cifra “irrisoria” di 450 mila euro, così da trasmetterla in chiaro sui canali La7. Quanto può essere longevo questo fenomeno del trasferimento di grandi giocatori a fine carriera? Di certo non possiamo dirlo, però anche questo è un investimento a lungo termine che punta ad un ritorno di immagine più che ad un ritorno prettamente economico.

In ottica infrastrutture, è stato avviato un progetto molto ambizioso (sempre in ottica Vision 2030), ossia lo sviluppo di Qiddiya la capitale dell'intrattenimento, sport e arti dell'Arabia Saudita. Qiddiya Investments Company (QIC), detenuta al 100% dal fondo PIF, è incaricata di portare avanti il progetto che ha un duplice scopo: economico e sociale. I visitatori potranno godere di attività in cinque aree principali:

- Sport e Benessere;
- Natura e Ambiente;
- Parchi e Attrazioni;
- Movimento e Mobilità;
- Arte e Cultura.

Lo sviluppo di queste aree porterà alla creazione di parchi tematici adatti alle famiglie; arene sportive adatte a competizioni internazionali; accademie per lo sport e le arti; luoghi per concerti e intrattenimento; piste da corsa per appassionati di motorsport; attività all'aperto e avventure a contatto con la natura e l'ambiente; e attività storiche, culturali ed educative. Qiddiya includerà anche una varietà di opzioni immobiliari e servizi per la comunità. Un grosso progetto già in corso d'opera all'interno della “capitale dell'intrattenimento” è lo sviluppo di una nuova pista di Formula 1 che dovrebbe debuttare nel mondiale di F1 a partire dal 2028. Questa pista, conosciuta come Qiddiya Speed Park, oltre ad essere la più lunga e la più veloce del mondo, ha la peculiare caratteristica di essere dotata di una curva alta più di 70 metri, rendendola quindi un'attrazione unica e aumentando l'interesse di tutti gli appassionati. Non solo, potrà essere adattata anche per le gare di MotoGP, gare regionali e nazionali.

Ovviamente, questo enorme investimento non comprenderà solamente la costruzione di una nuova pista, ma ci saranno anche intere aree destinate allo svago, allo shopping e all'intrattenimento. Presenti anche montagne russe e zone adibite a concerti.

Abu Dhabi ed Economic Vision 2030: Anche gli Emirati Arabi Uniti si aggiungono a questo particolare elenco di paesi del Golfo Persico che diversificano la propria economia volgendosi allo sport e all'intrattenimento. Gli Emirati Arabi Uniti sono costituiti da sette emirati distinti, tra questi quello di Abu Dhabi con omonima capitale. Sono ben tre i fondi sovrani con sede ad Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Mubadala Investment Company, Emirates Investment Authority. Tuttavia, in questo caso, la questione è più fumosa. L'unico dato certo è la partecipazione indiretta di uno di questi tre fondi, il Mubadala Investment Company, al mondo del calcio europeo. Infatti, diverse figure che fanno parte del consiglio d'amministrazione del fondo sono legate al club inglese Manchester City. Il vicepresidente di Mubadala è direttore sportivo del club e proprietario dell'Abu Dhabi United Group, società d'investimento che detiene il 77% del City Football Group, la holding che controlla appunto il Manchester City. Non solo, l'amministratore delegato di Mubadala è presidente del Manchester City e dell'Abu Dhabi United Group.

Tra l'altro, proprio in tempi recenti il Manchester City ha siglato due accordi di sponsorizzazione con società appartenenti a Mubadala. La prima, che risale a gennaio 2022, con Masdar, un'azienda di energie rinnovabili fondata nel 2006 e con sede ad Abu Dhabi. La seconda, risalente a gennaio 2022, con Aldar Properties PJSC, diventata official real estate partner del Manchester City.

Anche in questo caso quindi lo sport permette visibilità e aiuta l'economia domestica attraverso le sponsorizzazioni, così come abbiamo visto nel caso Qatar e Paris Saint Germain. Anche il club inglese, sotto la guida e le finanze dell'emirato a partire dal 2007, ha seguito la parabola ascendente del club francese: il club è diventato una delle squadre di maggior successo a livello nazionale ed internazionale conquistando ben 21 trofei nazionali e una Champions League, la coppa più ambita dal calcio europeo. Anche a livello finanziario il club è posizionato molto bene, guida infatti la speciale classifica dei club di calcio più ricchi al mondo. Una crescita notevole se teniamo conto che solo nel 2016 il club era entrato per la prima volta in top five in questa classifica. Inoltre, il City Football Group ha espanso la propria partecipazione ad altri 11 club calcistici in tutto il mondo dall'Europa alla Cina, al Giappone e alle Americhe. C'è anche una fetta d'Italia all'interno del portafoglio del gruppo, a partire dal 2022 quando ha acquistato le quote di maggioranza del Palermo FC.

La questione rimane fumosa sugli altri investimenti in patria: infatti anche l'emirato di Abu Dhabi, sull'onda di Saudi Vision 2030, ha previsto un proprio programma economico di diversificazione dalle risorse petrolifere, che punta anche sullo sport ed intrattenimento: l'Economic Vision 2030. Tuttavia, non ci sono dati comprovati che riconoscono la partecipazione al programma di uno o più dei tre fondi sovrani che appartengono all'emirato. È ipotizzabile che questo sia probabile, dato che non si parla di un solo fondo sovrano ma ben tre fondi sovrani in un territorio grande pressappoco come il Piemonte, la Lombardia ed il Trentino-Alto Adige messi insieme. Il piano prevede un forte focus sulla collaborazione internazionale, sia in termini di attrazione di investimenti esteri, sia in termini di partecipazione a reti economiche globali.

Ed è in questa ottica che si inserisce la prima eSports Island al mondo, un progetto sviluppato ad Abu Dhabi da True Gamers, la principale rete internazionale di club di eSports. L'isola sarà dotata di un lussuoso hotel con computer di gioco ad alte prestazioni, strutture di formazione personale, spazi per la creazione di contenuti e un'arena adattabile per ospitare tornei internazionali di eSports. Con un costo di oltre 280 milioni di dollari, questo progetto mira a creare un ecosistema dinamico che si rivolga alla crescente comunità degli eSports e promuova l'innovazione, la competizione e la comunità. Fonti non ufficiali affermano che, tra i vari investitori del progetto, risulti esserci anche il Mubadala Investment Company, uno dei tre fondi sovrano dell'emirato.

Leghe internazionali: tutte le operazioni sin qui elencate hanno permesso ad alcuni paesi del Medio Oriente di acquisire notorietà, primi fra tutti Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi. Infatti, è novità degli ultimi anni, quella di coinvolgere il mondo arabo all'interno di leghe sportive fino ad oggi considerate esclusivamente europee o americane.

Prima fra tutte è la NBA (National Basket Association), la lega di pallacanestro professionistica più famosa al mondo con sede in Nord America. Nel 2022 la NBA e il Department of Culture and Tourism – Abu Dhabi (DCT Abu Dhabi) hanno firmato una partnership pluriennale che include una serie di eventi interattivi dedicati ai fan con la

partecipazione di giocatori NBA di ieri e oggi e una serie di clinics NBA FIT a promozione di salute e benessere. Più di tutto, questa partnership, ha dato avvio alla prima Jr. NBA Abu Dhabi League, una lega di basket giovanile aperta a 450 ragazzi e ragazze di età compresa tra gli 11 e 14 anni provenienti dalle scuole locali di tutta Abu Dhabi. Inoltre, Abu Dhabi diventa regolarmente teatro di alcuni importanti incontri preseason tra le prestigiose squadre della lega, dando così lustro alla propria nazione.

Anche l'emirato di Dubai rivolge la propria attenzione al basket, ma a quello europeo. Nel marzo 2024 Dubai è riuscita a strappare il pass per inserire una propria squadra di basket all'interno della Lega Adriatica, versando 2.5 milioni di euro a stagione per i prossimi tre anni. Questa novità darà la possibilità di accedere alla massima competizione europea: l'Eurolega²³. Tuttavia, già a partire dalla prossima stagione, la squadra di Dubai potrà partecipare all'EuroCup con un accordo che dovrebbe essere sulla base di 6 anni durante i quali Dubai erogherebbe ai 13 club proprietari un contributo economico (1 milione), un aumento dei finanziamenti destinati alle casse della competizione stessa (150 milioni) più l'apporto di nuovi sponsor.

In parallelo a questa operazione, in un altro emirato, quello di Abu Dhabi, si lavora per ospitare per tre anni a partire dalla stagione 2024/2025 le Final Four di Eurolega. Questo è avvenuto grazie ad una maxiofferta di 75 milioni di dollari e un nuovo possibile accordo di sponsorizzazione: la Emirates Airlines, infatti, andrà a sostituire la Turkish Airlines offrendo €30 milioni contro i €10 milioni dell'attuale compagnia turca.

Infine, è tema di discussione ai vertici FIFA, l'ingresso di una squadra araba all'interno della massima competizione calcistica: la Champions League. Al momento sono solo indicazioni, niente è ancora stato deciso, ma seguendo il trend degli altri sport e la visibilità che il mondo arabo sta guadagnando in Europa e nel mondo, non è uno scenario futuro così improbabile.

Considerazioni Mediatiche e Sociali

Attraverso acquisizioni strategiche, sponsorizzazioni di eventi e infrastrutture di prim'ordine, paesi come Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Qatar hanno posizionato sé stessi al centro dell'attenzione globale, dimostrando come queste operazioni abbiano avuto un impatto mediatico straordinario.

Attraverso lo sport e il coinvolgimento nei settori dell'intrattenimento, questi paesi hanno amplificato il proprio soft power per ridefinire la loro immagine a livello internazionale, alimentando un interesse crescente da parte del pubblico europeo e globale. Questa è un'evidenza che possiamo osservare dai seguenti grafici (pagina successiva).

Questi grafici sono tutti presi da Google Trend: uno strumento, basato su Google, che permette di conoscere la frequenza di ricerca su tutti i motori di ricerca del web di una determinata parola o di un concetto. Ad esempio, è possibile cercare "Al-Nassr Football Club" per verificare "l'effetto Ronaldo" sul club arabo e constatare nel corso del tempo come l'interesse (italiano o globale) sia cresciuto nel corso del tempo. Infatti, i grafici mostrano sull'asse delle ascisse il tempo dal 2004 ad oggi, mentre su quello delle ordinate l'interesse nel corso del tempo misurato da 0 a 100. Come spiega lo stesso strumento Google Trends:

23 L'Eurolega (ufficialmente Turkish Airlines Euroleague Basketball per ragioni pubblicitarie) è la massima competizione europea per club di pallacanestro maschili.

“I numeri rappresentano l'interesse di ricerca rispetto al punto più alto del grafico in relazione alla regione e al periodo indicati. Il valore 100 indica la maggiore frequenza di ricerca del termine, 50 indica la metà delle ricerche. Un punteggio pari a 0, invece, indica che non sono stati rilevati dati sufficienti per il termine.”

In questa analisi utilizziamo la frequenza di ricerca come misura dell'interesse sociale verso quel determinato concetto.

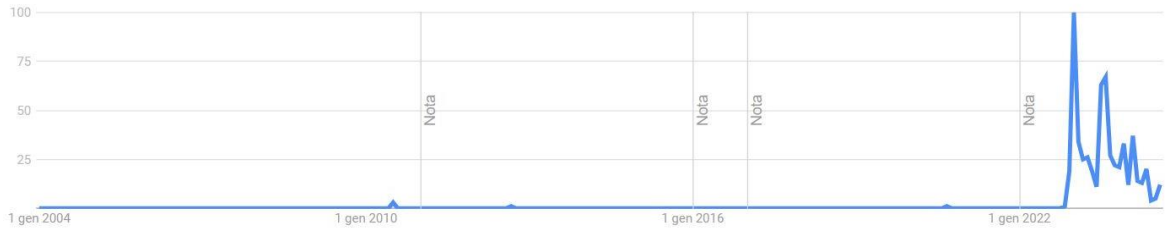


Figura 24: "Al-Nassr Football Club" in Italia

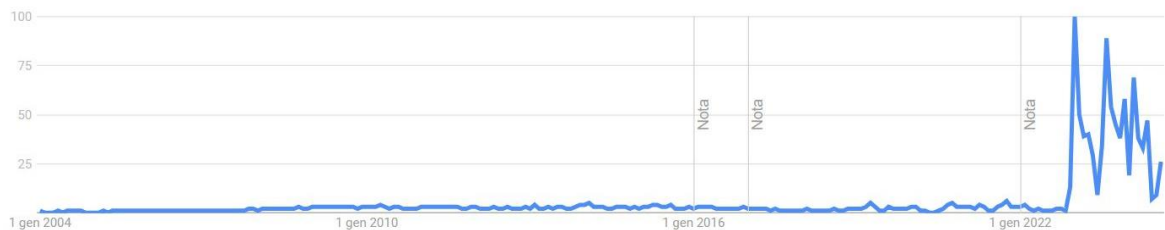


Figura 25: "Al-Nassr Football Club" nel mondo

Questi grafici dimostrano la veridicità dell'effetto del trasferimento della stella portoghese. La massima ricerca verso il club arabo è stata raggiunta, sia in Italia che nel mondo, in corrispondenza di fine 2022, ossia quando Cristiano Ronaldo si è trasferito al club. Negli ultimi due anni la frequenza è tornata a scendere ma senza più toccare lo zero.

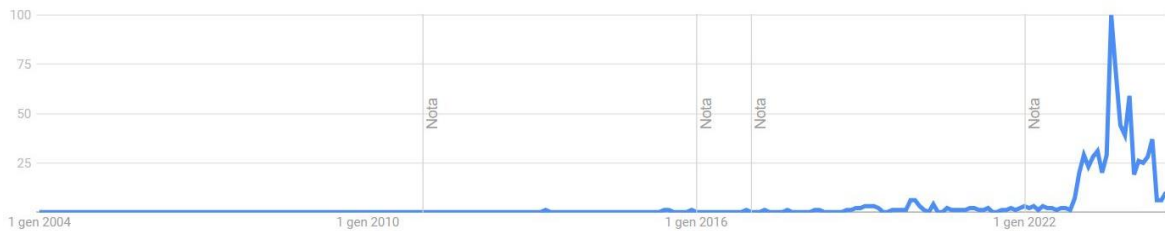


Figura 26: "Saudi League" in Italia

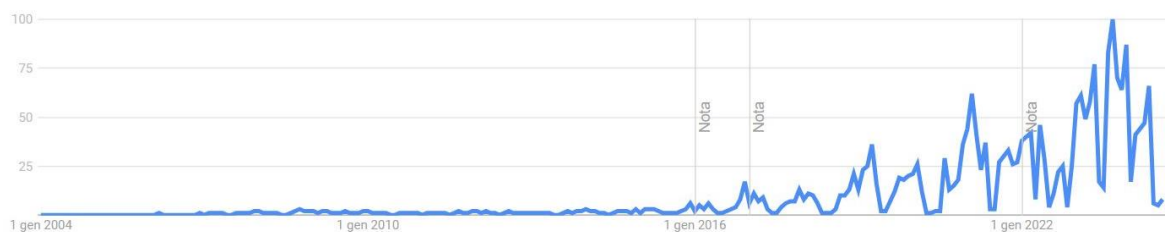


Figura 27: "Saudi League" nel mondo

Per concludere il discorso relativo al calcio arabo, questi sono i grafici della massima serie dell'Arabia Saudita. Seguono un andamento leggermente diverso, in quanto l'Italia sembra interessarsi alla lega araba solo a partire dal 2022 in corrispondenza del trasferimento di Cristiano Ronaldo, mentre considerando tutto il mondo, qualche paese ha cominciato prima. L'andamento seguito, tuttavia, è il medesimo: una crescita con l'apice a fine 2022 e con successivo calo e assestamento.

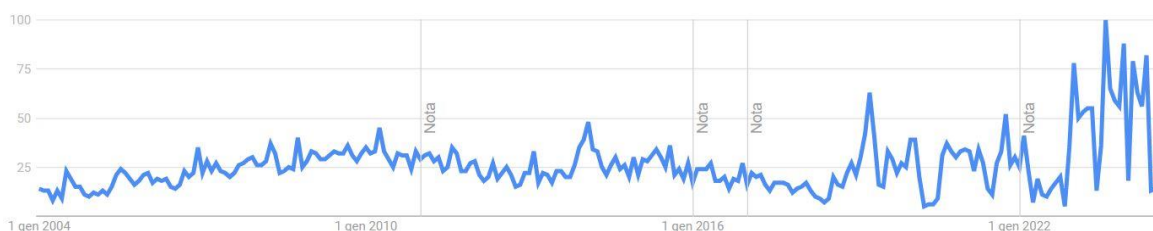


Figura 28: "Al-Nassr Football Club" in Arabia Saudita

Il grafico in figura 28 mostra come anche all'interno dello stesso paese l'interesse verso il club Al-Nassr sia cresciuto toccando l'apice proprio a seguito dell'operazione di mercato. Questo sta a significare come non solo sia aumentato l'interesse estero, ma anche l'interesse domestico, e questo rientra tra uno degli obiettivi di sviluppo e diversificazione in ambito sportivo.

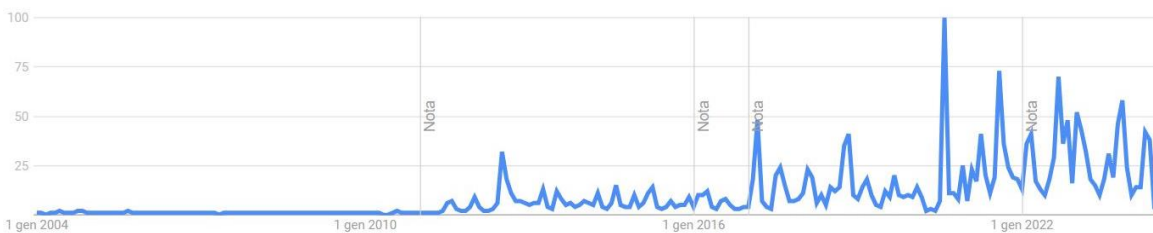


Figura 29: "PSG" in Italia

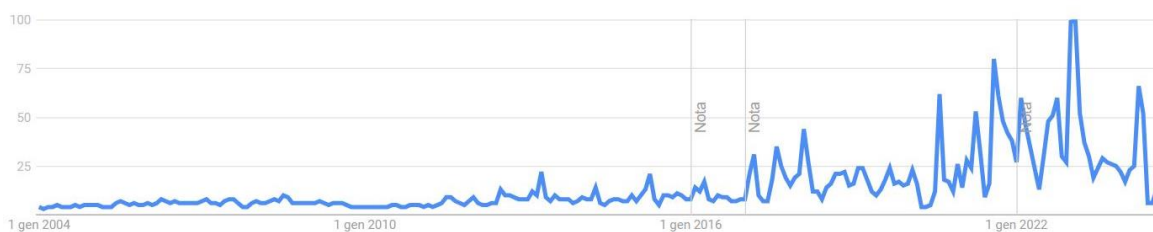


Figura 30: PSG nel mondo

I grafici in figura 29 e 30 mostrano l'interesse del web, italiano e mondiale rispettivamente, nei confronti del club francese Paris Saint Germain. Anche in questo caso la frequenza comincia ad aumentare nel momento in cui il fondo qatariota ha acquisito il club, ossia nel 2012. Il lavoro di investimenti nel club ed i successi raggiunti hanno contribuito ad aumentare l'interesse nel corso degli anni, toccando i massimi livelli appena due anni fa.

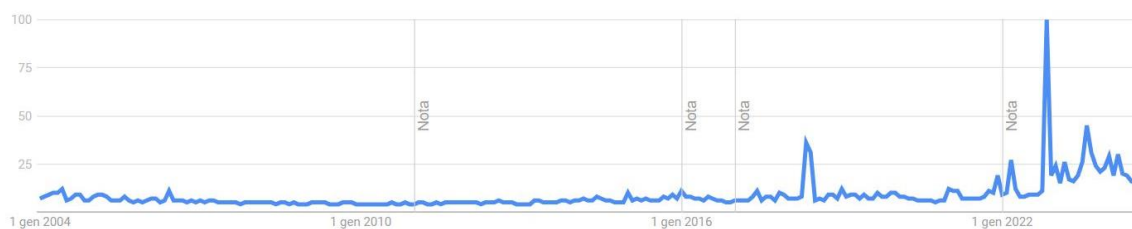


Figura 31: "Arabia Saudita" in Italia

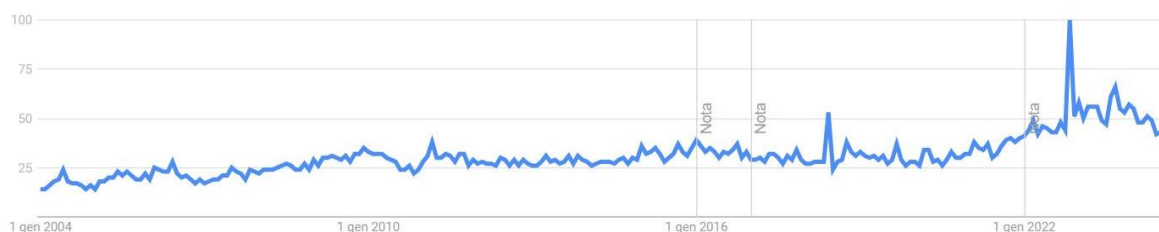


Figura 32: "Arabia Saudita" nel mondo

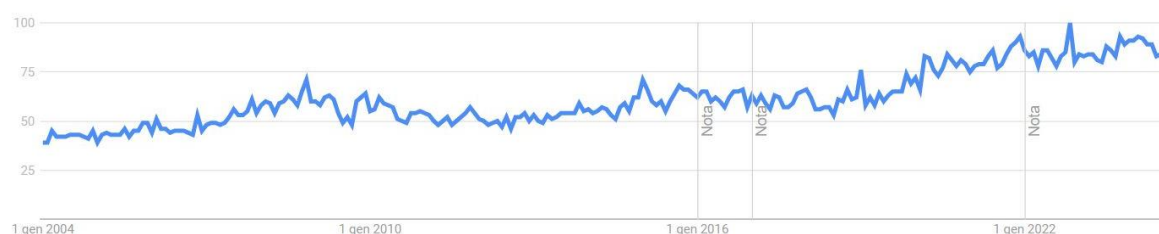


Figura 33: "Emirati Arabi Uniti" nel mondo

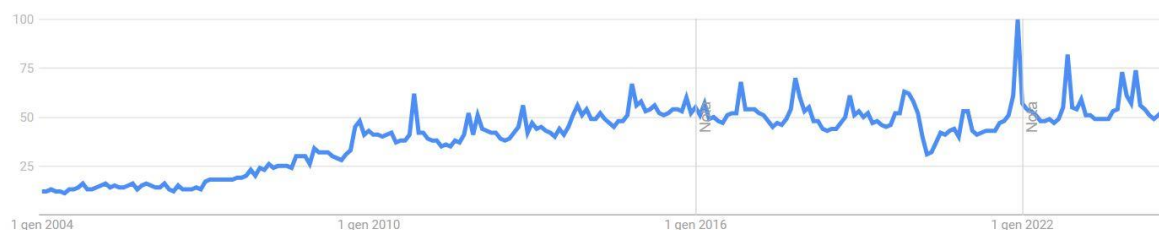


Figura 34: "Abu Dhabi" nel mondo

I grafici dalla figura 31 alla 34 concludono il discorso di come l'interesse sociale sia aumentato nel rispetto dei paesi che, attraverso i loro fondi sovrani, hanno promosso attività sportive ed intrattenimento. Il grafico in figura 30 è relativo alla sola Italia mostrando come, seppur tardi, l'interesse verso l'Arabia Saudita sia sopraggiunto. Nel mondo invece l'attenzione verso paesi come Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Abu Dhabi, etc. era già positiva e le operazioni degli ultimi anni hanno solo contribuito a creare una linea di tendenza crescente per ogni grafico.

In conclusione, è possibile affermare con un certo grado di sicurezza che gli investimenti in ambito sportivo e ludico hanno catalizzato un aumento dell'attenzione dei media e un maggiore interesse verso la cultura e l'economia del Medio Oriente. Ciò ha creato opportunità non solo per la crescita economica locale, ma anche per la costruzione di ponti culturali tra il mondo arabo e l'Occidente, contribuendo a un rafforzamento delle relazioni internazionali e aprendo porte per uno sviluppo futuro ancora più intensificato con il mondo occidentale.

Capitolo 5: Conclusioni

Il panorama globale degli investimenti sovrani è in continua evoluzione, influenzato da una serie di fattori economici, geopolitici e culturali. Lo scopo di questo elaborato è evidenziare come stiamo assistendo al “secondo atto” dei fondi sovrani.

Sebbene il primo strumento di questo tipo sia sorto già più di 60 anni fa; tuttavia, è solo in tempi recenti (ultimi 20 anni) che la maggior parte dei fondi sovrani è emersa. Tra i fondi sovrani più “giovani” si trovano quelli che ad oggi hanno un totale di asset più corposo rispetto agli altri. Guida la classifica uno dei pochi fondi sovrani europei, il GPFG norvegese, focalizzato molto su investimenti in private equity con particolare attenzione alla propria economia domestica e alla sostenibilità. Seguono fondi cinesi o mediorientali più improntati ad una forte espansione in termini di investimenti esteri.

Nati a partire da riserve estere derivante da surplus commerciale, o fondati grazie alle ricchezze derivanti dalle risorse naturali di cui il paese d'origine gode, ciascun fondo sovrano ha creato una propria struttura ed una propria strategia per diversificare il proprio portafoglio di investimenti. Si parla di “secondo atto” perché, in tempi recenti, la maggior parte dei fondi sovrani vuole allontanarsi dalle risorse petrolifere su cui hanno fatto affidamento finora, e incominciare a tenere conto di aspetti sostenibili e politiche ESG all'interno della propria strategia. Il caso più estremo è quello del fondo norvegese che sceglie di disinvestire laddove il target non adotta misure ESG, ma anche gli altri fondi stanno incominciando a mettersi al passo in ambito sostenibilità. Nel capitolo due è stato messo a confronto la strategia adottata nei confronti degli investimenti “tradizionali” e quella adottata nei confronti di quelli “sostenibili”: quello che vince è che cambiano i settori di riferimento, allontanandosi dal fossile e concentrandosi su sanità ed energia investendo cospicue somme in industrie estere. Solo i fondi appartenenti a paesi più “arretrati”, come quelli dell’Africa, hanno una diversa priorità e soprattutto un altro orizzonte, ossia si concentrano sul mercato domestico, in particolar modo nel settore delle infrastrutture in quanto ancora non godono di una situazione ottimale. Tuttavia, è importante sottolineare come siamo ancora agli albori di questo “secondo atto” in cui i fondi sovrani, chi prima e chi più tardi, tengono un occhio di riguardo ai criteri di sostenibilità. Lo dimostrano i numeri delle operazioni “green” effettuate nell’ultimo periodo: il numero di contratti SDG (Sustainable Development Goals) risulta essere solo il 16% di tutte le operazioni effettuate verso le società target. Questi contratti, in termini economici risultano essere appena il 7% del valore totale generato. Percentuali ridotte ma, in relazione a strumenti finanziari che hanno la capacità di muovere miliardi di dollari, queste percentuali si traducono in contratti dal valore di 70 miliardi di dollari. Il futuro potrebbe riservare un ruolo sempre più grande ai fondi sovrani, soprattutto nella lotta al cambiamento climatico, potremmo quindi essere spettatori consapevoli di quello che accadrà.

Infatti, alla fine del capitolo due è stato illustrato come non sarebbe la prima volta che i fondi sovrani intervengono in tempi di crisi. Il ruolo dei fondi sovrani nel sostenere le economie locali, specie durante le crisi, non può essere sottovalutato, come dimostrato dalla loro reazione sia alla crisi finanziaria del 2008 sia alla pandemia di COVID-19. Questi strumenti si sono dimostrati versatili, capaci di adattarsi ai contesti globali in rapido cambiamento, agendo come “salvatori” delle banche americane ed europee nel 2008, ma anche come stabilizzatori economici per il proprio paese e come motori di crescita in grado di cogliere le opportunità che il mercato offriva.

Tuttavia, è nel campo dello sport e dell'intrattenimento che si può osservare una delle trasformazioni più significative. Le ingenti somme investite dai fondi sovrani, in particolar modo appartenenti al Medio Oriente, in club sportivi, competizioni internazionali e grandi eventi ludici hanno non solo generato ritorni finanziari, ma hanno anche contribuito a trasformare l'immagine pubblica dei Paesi coinvolti. Attraverso l'acquisizione di importanti squadre di calcio europee, come il Paris Saint-Germain da parte del fondo qatariota QIA, o le partnership per organizzare grandi eventi sportivi come la Coppa del Mondo FIFA 2022 in Qatar o le gare di NBA negli Emirati Arabi, si è assistito a una vera e propria "rivoluzione mediatica". Questi investimenti hanno aumentato esponenzialmente la visibilità del Medio Oriente, contribuendo a trasformare la percezione globale di questi Paesi da semplici esportatori di petrolio a protagonisti culturali, sportivi ed economici.

Il crescente interesse verso il mondo arabo, specialmente in Europa e negli Stati Uniti, è un segno tangibile del successo di questa strategia. Non si tratta più solo di investimenti a esclusivo stampo economico, ma operazioni in grado di accrescere il "soft power" di Paesi come Qatar, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita per poter costruire ponti culturali con l'Occidente. Se da un lato queste operazioni hanno riscontrato l'effetto mediatico tanto sperato dal mondo occidentale, al contempo hanno permesso un forte potenziamento delle proprie infrastrutture domestiche e migliorato lo sport nazionale. Attraverso lo sport e l'intrattenimento, questi Paesi hanno avviato un dialogo internazionale che va oltre la semplice sfera economica, influenzando anche il tessuto sociale e culturale di tutto il mondo. L'obiettivo strategico di fondo rimane lo stesso: diversificare il proprio portafoglio e la propria ricchezza dal petrolio, muovendosi però anche in settori non convenzionali come quello ludico sportivo, trascinandosi con sé tutte le conseguenze socialmente positive che queste operazioni hanno generato.

In definitiva, l'incremento della visibilità mediatica e dell'interesse internazionale verso il Medio Oriente è il risultato di una strategia ben calibrata, che ha saputo sfruttare il potere dello sport e dell'intrattenimento come veicoli per promuovere la propria immagine e consolidare le relazioni internazionali. Questi investimenti non solo hanno rafforzato l'economia locale, ma hanno anche posizionato i Paesi mediorientali come attori rilevanti sulla scena globale, capaci di influenzare dinamiche economiche e culturali di ampia portata. Lo sport, in particolare, è diventato un canale privilegiato per trasmettere i valori, le ambizioni e la modernità di questi Paesi, che guardano sempre più a un futuro di cooperazione e crescita internazionale.

Una nota a margine è la seguente: per quanto riguarda il capitolo ludico/sportivo, il focus di questo elaborato è riservato per i fondi sovrani del Medio Oriente. Questo perché non si hanno testimonianze che i (pochi) fondi sovrani europei abbiano investito nel mondo sportivo, mentre esistono solo dati non ufficiali circa partecipazioni indirette di fondi sovrani cinesi nel mondo dello sport. Negli ultimi anni, il mondo arabo è sicuramente quello che sta catturando la maggior attenzione mediatica in termini di operazioni e partecipazioni in club o eventi sportivi tipicamente occidentali, quindi è il giusto periodo per affrontare l'argomento con un occhio di riguardo su quella parte di mondo.

Questa ricerca presenta dei limiti, il principale è la grande nuvola di incertezza che aleggia attorno ai fondi sovrani. Più volte è stato fatto capire come questi strumenti finanziari, soprattutto quelli non appartenenti a paesi democratici o europei, siano poco trasparenti

verso l'esterno. Difficilmente condividono le proprie informazioni, a meno che non richiesto da specifici enti referenziati e per specifici motivi. Altrimenti è in mano ai gestori del fondo la decisione su quali informazioni rendere pubbliche ed in quale percentuale. Ad esempio, esistono dei fondi che riconoscono di avere una data partecipazione in qualche azienda non quotata, tuttavia non rendono pubblico il numero di quote che detengono. Questo fatto rende più complicata la ricerca in merito a questi strumenti finanziari ancora poco conosciuti, se non tra gli esperti del settore. Per questo motivo è risultato complicato fare un confronto diretto tra due specifici fondi sovrani, perché oltre al fatto che questi sono molto eterogenei tra loro, appartenenti a paesi con culture diverse e avendo strategie diverse, non è possibile risalire a buona parte delle informazioni in maniera chiara.

Questo elaborato poggia molto sui database che nel corso degli anni sono stati costruiti, in particolare il Sovereign Investment Lab della Bocconi di Milano presieduto da Bortolotti, ma anche il SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute), una cooperativa americana fondata nel 2008 che studia i proprietari di asset pubblici, tra cui proprio i fondi sovrani, e ancora il IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds) l'unica organizzazione costituita dai fondi sovrani, tra cui l'ADIA e CIC. Tutti i numeri complessivi della gestione da parte dei fondi sovrani sono stati reperiti da questi tre database fondamentali, che hanno il limite di essere "recenti" e quindi è stato difficile reperire dati antecedenti alla loro fondazione, mentre sono molto più cospicui sugli anni a venire.

Infine, è proprio questa poca trasparenza ad essere uno dei maggiori fattori di preoccupazione per la classe politica di diversi paesi. Sono strumenti finanziari in grado di muovere miliardi ed influenzare i mercati, vero è che dovrebbero essere separati dal proprio governo e quindi essere strumenti indipendenti; tuttavia, in mano a paesi non democratici questo dettaglio potrebbe essere trascurato. L'esempio eclatante che fortifica questa tesi è quello del cancelliere tedesco Merkel che già nel 2007 aveva espresso preoccupazioni in merito all'acquisto di importanti oleodotti da parte della Russia attraverso i propri fondi sovrani. Circa 15 anni dopo queste preoccupazioni sono diventate realtà quando la Russia, in occasione dello scoppio della guerra con l'Ucraina, ha tenuto in scacco l'Europa riducendo le forniture di gas proprio attraverso quei condotti di cui aveva acquisito il controllo anni addietro, forzando i paesi europei a cercare altri fornitori.

Le altre preoccupazioni principali sono rimaste infondate, in particolare quella che recriminava come i fondi sovrani, una volta acquisita una partecipazione, potessero influenzare le decisioni del Consiglio di amministrazione. Anzi, dati i pochi dipendenti per ciascun fondo, spesso si riscontra l'effetto contrario, ossia quello di disinteresse e quindi un aumento dei costi di agenzia e un conseguente decremento del punteggio di governance.

Concludendo, i fondi sovrani rappresentano uno strumento finanziario di notevole portata economica, che non cercano solo un ritorno economico a lungo termine, ma anche una diversificazione del proprio portafoglio dalle risorse naturali che li hanno generati (petrolio in primis) ed un rilancio dell'immagine culturale e sociale dei paesi che li sponsorizzano. Sono strumenti in grado di aiutare in tempi di crisi e sarà interessante essere testimoni di come potranno incidere contro la crisi climatica, ma possono anche influenzare i mercati in positivo o negativo potendo poi cambiare il destino di aziende o paesi.

In futuro potremo anche assistere alla nascita di nuovi fondi sovrani, auspicabilmente a disposizione di più paesi europei. L'ostacolo maggiore è ricavare le risorse necessarie da cui

partire per stabilirlo, in quanto la Norvegia, che ricordiamo detenere il fondo sovrano più ricco al mondo, ha avuto la fortuna di attingere alle proprie risorse naturali.

Vedremo mai la nascita di un fondo sovrano italiano? In realtà esiste già uno strumento finanziario simile ai fondi sovrani ma che non rispetta la definizione che è stata sfruttata in questo elaborato per la classificazione. Si tratta del CDP Equity SPA, conosciuto in precedenza come “Fondo Strategico Italiano” (FSI), è una società pubblica del gruppo italiano Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Il CDP è una delle principali istituzioni finanziarie dello stato italiano, sotto forma di società per azioni a controllo pubblico, di cui il Ministero dell’Economia e delle Finanze detiene circa l’83% delle azioni. È evidente che quindi viene a mancare il concetto di indipendenza tra il FSI e lo Stato italiano, motivo per cui non è un fondo sovrano. Inoltre, non attinge a ricchezza derivante da risorse naturali o surplus commerciale, ma sono fondi pubblici messi da parte per un preciso scopo. È proprio lo scopo di questo strumento che lo rende affine ai fondi sovrani: sul sito dedicato si legge: “*Forniamo capitali pazienti per tutelare gli asset fondamentali del Paese, abilitare investimenti di lungo periodo, sostenere l’innovazione e favorire percorsi di internazionalizzazione*”. In breve, il fondo investe in aziende di interesse nazionale tramite partecipazioni dirette o indirette, mettendo a disposizione capitali per lo sviluppo a lungo termine di organizzazioni in settori chiave per favorire l’innovazione in tecnologie e infrastrutture indispensabili alla crescita del sistema Paese, sostenendo così l’ecosistema imprenditoriale italiano. In confronto ai fondi sovrani più consolidati si posiziona in fondo alla classifica avendo un AUM di poco meno di 10 miliardi e appena 18 società a portafoglio. Tuttavia, segue una strategia simile anche se esclusivamente focalizzata sull’economia domestica, più in linea, ad esempio, con la strategia del fondo sovrano norvegese.

Il futuro dei fondi sovrani è ancora tutto da scrivere, il loro “secondo atto” è appena iniziato, ma adesso possiamo essere testimoni più consapevoli di un fenomeno economico che è in grado di cambiare le sorti di una crisi o di un paese intero. Lo stato fiduciario è nato, quale sarà la sua futura evoluzione?

Bibliografia & Sitografia

Bibliografia:

- Adonopoulos, G. (2023, January 4). ESG: significato, definizione e criteri della finanza sostenibile. *Forbes Advisor Italia*.
- Airbus. (2024, February 20). Airbus to launch Sustainable Aviation Hub in Singapore. *Airbus*.
- Alencar, M. (2023, November 30). *Who owns Paris Saint-Germain now? How much did Qatar Sports Investments pay Colony Capital in 2011?* CityAM.
- Al-Malki, A., Madandola, M., Thani, S. A., Bayram, G., Al-Kandari, A., & Furlan, R. (2024). Advancing urban mobility in the State of Qatar—Establishing a framework for autonomous vehicles in Doha.
- Arana, J., & Arana, J. (2020, October 18). *Saudi Arabia's PIF invests \$200 million in Norway's State Oil Company - Greenstone Equity Partners*. Greenstone Equity Partners.
- *Barclays in ribasso: fondo Qatar vende metà partecipazione*. (2023, December 5). Repubblica.it.
- Bertoli, F. (2024, March 20). Eurolega pronta alla rivoluzione. Primo passo per l'ingresso di Dubai. *ilGiornale.it*.
- Bhaskar, U. (2022, April 15). BlackRock, Mubadala invest in Tata's green energy unit. *Mint*
- Bloomberg, & Bloomberg. (2023, November 29). Saudi Arabia's PIF to buy stake in London's Heathrow Airport, joins Singapore's GIC, Qatar wealth funds in ownership. *South China Morning Post*.
- BloombergNEF. (2017, October 25). *GIP to buy Equis Energy in record \$5 billion renewable Deal | BloombergNEF*. BloombergNEF.
- Bortolotti, B., Carpinella, A., Gros-Pietro, G. & Rony, H. (2008). Sull'economia grigia. Dalle privatizzazioni al nuovo capitalismo di Stato.
- Bortolotti, B., & Fotak, V. (2020). Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and Financial Resilience in Resource-Rich Countries.
- Bortolotti, B., Fotak, V., & Megginson, W. L. (2015). The rise of Sovereign Wealth Funds: Definition, organization, and governance.
- Bortolotti, B., Loss, G., & Van Zwieten, R. W. (2023). The times are they a-changin'? Tracking sovereign wealth funds' sustainable investing.

- Cerqueiro, P., & Babu, J. (2023, December 4). Qatar to sell around \$644 million shares in Barclays. *Reuters*.
- *Che cosa vuole ottenere dal calcio l'Arabia Saudita - Il Post*. (2023, June 26). Il Post.
- Connors, E. (2022, February 2). Cashed-up GIC's quiet takeover of Australian commercial property. *Australian Financial Review*.
- Cosentini, L. (2023, August 2). *Da Benzema a Brozovic, passando per Kanté: tutti i calciatori volati in Arabia*. Calcio E Finanza.
- Daga, A. (2020, March 27). Singapore Airlines obtains \$13 billion rescue package amid coronavirus shock. *Reuters*.
- De Santis, I. (2024, March 11). EuroLeague, è la settimana di Dubai: così il club emiro entrerà nel basket europeo. *Pianeta Basket*.
- *Do sovereign wealth funds change a company's HR policies?* (2020, February 4). World Economic Forum.
- England, A., & Parker, G. (2021, March 23). Abu Dhabi agrees multibillion-pound investment in British business. *Financial Times*.
- Fantini, D. (2024, March 6). Final Four negli Emirati Arabi per tre anni dal 2025: Dubai offre 75 milioni di euro - Eurosport. *Eurosport*.
- Fantini, D. (2023, November 28). Dubai entrerà in Eurolega, vince il "sì" quasi all'unanimità - Eurosport. *Eurosport*.
- Forbes.It. (2022, November 22). *Qatar 2022, tutte le cifre dei Mondiali più costosi della storia*. Forbes Italia.
- Fouche, G. (2023, August 16). Norway wealth fund makes \$143 bln profit as AI surge lifts tech. *Reuters*.
- GIC buys 50% of Broadgate from Blackstone in British land Tie-Up. (2013, December 25). *Bloomberg.com*.
- Igel, L. (2024, April 12). How Abu Dhabi is bringing the world's first esports island into its future. *Forbes*.
- *IRIS+ Thematic Taxonomy | IRIS+ System*. (n.d.). IRIS+.
- Keystone-Ats. (2024, February 2). Credit Suisse: Qatar rimane principale azionista. *SWI swissinfo.ch*.
- *Kuwait Investment Authority Increased its Ownership in Mercedes-Benz Group - SWFI*. (n.d.).

- Lenaghan, J. S. N. (2022, October 19). GIC: Singaporean sovereign wealth fund opens new Sydney office. *Australian Financial Review*.
- Mazzeo, L. (2024, July 25). Squadre più tifate al mondo: la classifica delle prime dieci. Sisal.
- *Norway's \$1.2 trillion wealth fund sets net-zero target*. (2024, June 19). World Economic Forum.
- Ore, I. S. 2. (2019, October 11). Atlantia cresce in Messico: insieme a Cig acquista il 70% dell'autostrada Rco. *Il Sole 24 ORE*.
- Ore, I. S. 2. (2019, December 20). Progetto Qatar Mobility: Volkswagen in pole position per il trasporto autonomo. *Il Sole 24 ORE*.
- *Petrolio WTI*. (2024, July 19). Money.it.
- Redazione, L. (2024, March 6). Arabia Saudita, F1 da fantascienza: Qiddiya, il nuovo circuito sopraelevato. *Tuttosport*.
- *Risk of 'Stranded Nations' highlights need for sovereign wealth funds to prepare for the age of green energy*. (n.d.). World Economic Forum.
- Root. (2022, April 21). *Chi è Mubadala, fondo che detiene il 20% di Investcorp*. Calcio E Finanza.
- RP news wires. (2009, August 17). *Qatar Holding makes major investment in Porsche, VW*. Reliable Plant.
- Savelli, F. (2020, July 13). Autostrade, Aspi: cos'è e chi sono gli azionisti oltre Atlantia. *Corriere Della Sera*.
- Sayegh, S. C. H. A., & Azhar, S. (2019, September 5). Mubadala expected to invest in Vision Fund 2 in fourth quarter: sources. *Reuters*.
- Schiavo, T. (2023, December 4). Il Qatar taglia la partecipazione in Barclays con la vendita di azioni da 510 milioni di sterline. *MagicTech*.
- *Sovereign wealth funds are growing in importance to development*. (2023, November 6). World Economic Forum.
- *Sovereign wealth funds could increase equality in a post-COVID world*. (2022, May 20). World Economic Forum.
- Spaziante, M. (2023, August 7). *Il campionato saudita su La7: ecco quanto ha pagato Cairo per i diritti tv*. Calcio E Finanza.
- The Peninsula Newspaper. (2022, March 26). *The Peninsula Qatar*.

- *The world's biggest sovereign wealth funds – in one chart.* (2022, May 20). World Economic Forum.
- Times, N. Y. (2008, July 9). Abu Dhabi buys 75% of Chrysler Building in latest trophy purchase. *The New York Times*.
- Trudell, C., Wilkes, W., & Gopinath, S. (2023, March 29). KIA Kuwaiti Wealth Fund to sell about 20 million Mercedes shares. *Bloomberg.com*.
- *What is a sovereign wealth fund?* (2020, February 7). World Economic Forum.

Sitografia:

- [BBC Home - Breaking News, World News, US News, Sports, Business, Innovation, Climate, Culture, Travel, Video & AudioWorld Bank Open Data | Data](#)
- [Bloomberg Europe](#)
- [CDP Equity](#)
- [China Investment Corporation \(china-inv.cn\)](#)
- [Forbes](#)
- [Future Fund | Home](#)
- [Google Trends](#)
- [Home | IFSWF](#)
- [Home - Qatar Sports Investments \(qsi.com.qa\)](#)
- [News: ultime notizie di oggi e ultima ora | Sky TG24 | Sky TG24](#)
- [PIF | Qiddiya | Public Investment Fund](#)
- [Saudi Vision 2030](#)
- [SIL - Sovereign Investment Lab | Baffi \(unibocconi.eu\)](#)
- [Sovereign Wealth Fund Institute - SWFI \(swfinstitute.org\)](#)
- [Sport: ultime notizie sportive live e risultati in diretta | Sky Sport](#)
- [The fund | Norges Bank Investment Management \(nbim.no\)](#)
- [The World Economic Forum \(weforum.org\)](#)