



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**I FONDI SOVRANI E IL NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND  
GLOBAL (NGPF-G)**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. CESARE DOSI**

**LAUREANDA: ILARIA PIACENTINI**

**MATRICOLA N. 1118301**

**ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019**

# Indice

<b>Introduzione</b>	<b>2</b>
<b>1. I Fondi Sovrani</b>	<b>3</b>
1.1	Le origini dei Sovereign Wealth Funds.....3
1.2	Classificazione e scopi istituzionali.....3
1.3	Criticità.....5
1.3.1	Trasparenza: Generally Accepted Principles and Practices.....5
1.3.2	Impatto sulla stabilità finanziaria internazionale.....6
1.4	Ranking mondiale: 2011 e 2018.....7
<b>2. Gli investimenti dei Fondi Sovrani</b>	<b>15</b>
2.1	Settori di investimento.....15
2.2	Le destinazioni degli investimenti.....16
2.2.1	A livello globale.....16
2.2.2	In Europa.....21
2.3	Gli investimenti in Italia.....22
<b>3. Il gigante tra i SWFs: Norway Government Pension Fund Global (NGPF-G)</b>	<b>25</b>
3.1	La nascita del fondo.....25
3.2	Strategie di investimento.....26
3.2.1	Aree di investimento.....26
3.3	Investimenti in Italia.....30
3.4	Investimenti nel settore Oil and Gas.....32
<b>Considerazioni finali</b>	<b>34</b>

# Introduzione

I fondi sovrani (*Sovereign Wealth Funds*, SWF) sono strumenti di investimento di proprietà dei governi che destinano una significativa quota dei loro portafogli in investimenti esteri con un orizzonte di medio-lungo periodo.

Il fenomeno dei fondi sovrani ha acquisito crescente importanza non solo a seguito della crescita delle risorse detenute, ma anche per la rilevanza assunta nella scena economica globale e per gli effetti che le strategie di investimento hanno sui mercati finanziari.

Questo elaborato è così strutturato. Nel **primo capitolo** illustreremo il fenomeno dei fondi sovrani in un'ottica generale, focalizzandoci sulle caratteristiche, su alcune problematiche e su come si è modificato lo scenario nel corso degli anni. Nel **secondo capitolo** l'analisi porrà l'attenzione sulle strategie di investimento dei fondi sovrani, individuando i paesi destinatari e i settori di maggior interesse, con un approfondimento sugli investimenti in Italia. Nel **terzo capitolo** concluderemo con un approfondimento sul fondo sovrano norvegese, ripercorrendone lo sviluppo, l'*asset allocation* e le più recenti strategie di investimento.

# Capitolo 1

## I fondi sovrani

I “fondi sovrani” sono fondi di investimento di proprietà dei governi che gestiscono risorse finanziarie derivanti da surplus della bilancia dei pagamenti o da surplus fiscali. I *Sovereign Wealth Funds* (SWF) allocano una significativa quota dei loro portafogli in investimenti esteri con un orizzonte di medio-lungo periodo. Sono gestiti separatamente dalle riserve ufficiali, anche nel caso in cui le attività che li costituiscono siano detenute dalla banca centrale.

### 1.1 Le origini dei Sovereign Wealth Funds

Il fenomeno dei SWF ha origine a metà Ottocento, quando alcuni stati americani li crearono per far fronte a necessità pubbliche. Tuttavia, lo sviluppo vero e proprio si è verificato con la nascita di fondi sovrani di proprietà di paesi spesso produttori di petrolio, come il *Kuwait Investment Authority* (KIA) creato nel 1953, il *Temasek Holdings* di Singapore fondato nel 1974 e l'*Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) istituito nel 1976.

Nel corso degli anni il numero dei *Sovereign Wealth Funds* è aumentato notevolmente, passando dai 22 alla fine degli anni '90, ai 59 del 2011, ai 115 del 2018.

Nel 2008, i fondi sovrani sono stati definiti dall'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (Iwg) “veicoli d’investimento pubblici alimentati da capitali di fonti diverse, gestiti in modo separato dalle risorse delle banche centrali e con obiettivi abbastanza eterogenei” . (Pasca di Magliano, 2015).

### 1.2 Classificazione e scopi istituzionali

I SWF possono essere classificati considerando la provenienza delle risorse che gestiscono o in base agli obiettivi perseguiti.

Adottando il primo criterio, i fondi sovrani possono essere distinti in:

- **fondi commodity**: utilizzano fonti derivanti da surplus della bilancia dei pagamenti legati alle esportazioni di materie prime e dalle royalties collegate;
- **fondi non-commodity**: le risorse finanziarie dipendono da surplus della bilancia dei pagamenti non legate a materie prime o da surplus del bilancio pubblico.

Analizzando invece gli scopi istituzionali, secondo Kunzel (si vedano Ciarlone e Miceli 2013, p.7) i *Sovereign Wealth Funds* possono essere classificati in:

- **fondi di risparmio** (*savings funds*): gestiscono la ricchezza proveniente da risorse non rinnovabili a beneficio delle generazioni future con investimenti a lungo termine con rapporti rischio-rendimento elevati;
- **fondi pensione** (*pension reserve funds*): utilizzano la ricchezza accumulata per far fronte ad un eventuale indebitamento pensionistico ponendo rimedio a possibili squilibri del sistema nazionale;
- **fondi di stabilizzazione** (*stabilization funds*): hanno lo scopo di stabilizzare i proventi finanziari e diminuire le conseguenze negative causate dalle fluttuazioni nei prezzi delle materie prime; sono caratterizzati da orizzonti più limitati e da rischio ridotto;
- **società di investimento delle riserve** (*reserves investment corporations*): sono finalizzate a diminuire il costo di detenzione delle riserve valutarie e mirano a massimizzare il rendimento; il rapporto rischio-rendimento è più elevato.

Alcuni fondi sovrani rientrano in più categorie poiché perseguono più scopi, o modificano il proprio obiettivo nel corso del tempo.

## 1.3 Criticità

I fondi sovrani possono influenzare positivamente o negativamente lo scenario mondiale. Di seguito, concentreremo l'attenzione sul tema della trasparenza che rappresenta una delle principali problematiche relative all'operatività dei fondi e su alcuni aspetti della loro influenza nei mercati finanziari.

### 1.3.1 Trasparenza: Generally Accepted Principles and Practices

La crescita del fenomeno dei fondi sovrani ha destato preoccupazioni su alcuni aspetti relativi alla loro operatività. Per attenuare la sfiducia nei confronti di questi strumenti di investimento il Fondo Monetario Internazionale ha istituito l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG)<sup>1</sup> che, nel settembre 2008, ha elaborato i cosiddetti "Principi di Santiago". Questo codice di condotta, noto anche come *Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP) è costituito da 24 principi guida adottabili dai singoli fondi sovrani su base volontaria.

I Principi di Santiago mirano a standardizzare i comportamenti dei fondi sovrani relativamente a tre problematiche quali la trasparenza, le strategie di investimento e la governance.

Relativamente al primo aspetto, il codice di condotta richiede trasparenza relativamente agli obiettivi di investimento, alla struttura organizzativa e alla composizione di portafoglio.

Per valutare il grado di trasparenza dei fondi sovrani sono stati istituiti tre diversi indici.

Nel 2007 è stato istituito il *Truman-Dawson Scoreboard* che può essere considerato il primo tentativo di misurazione del grado di trasparenza. Utilizza 33 "*best practices*" raggruppate in quattro categorie: 1) struttura e trattamento fiscale, 2) *governance*, 3) *accountability* e trasparenza, 4) comportamento del fondo nella gestione del portafoglio.

---

<sup>1</sup> Formato dai rappresentanti di 25 Paesi aderenti al FMI e co-presieduto da un rappresentante dell'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) e dal direttore del Monetary and Capital Markets Department del FMI (Roselli e Mazzantini, 2009).

Il valore massimo è 100, calcolato sulla base dei punteggi assegnati ad ognuna delle *best practices* che, a seconda della tipologia, possono ottenere un punteggio compreso tra 0 e 1.

Nello stesso anno venne creato il *Kaufmann, Kraay and Mastruzzi Index*, sempre per la valutazione della trasparenza. Questo indice pone in evidenza la relazione tra il livello di democrazia di un paese e il grado di trasparenza del proprio fondo sovrano. È composto da tre aree che prendono in considerazione sei fattori: 1) libertà di espressione e comune responsabilità (*voice and accountability*); 2) stabilità politica e assenza di criminalità (*political stability and absence of violence*); 3) efficacia di governo (*government effectiveness*); 4) qualità della regolamentazione (*regulatory quality*); (5) certezza del diritto (*rule of law*); 6) controllo della corruzione (*control of corruption*).

Infine, nel 2008, venne elaborato presso il *Sovereign Wealth Funds Institute* un indice di trasparenza da Carl Linaburg e Michael Maduell, che ha assunto rilevanza globale. Questo indice, meglio noto come *Linaburg-Maduell Transparency Index*, si basa su dieci criteri e può assumere un valore compreso tra 1 e 10. Il valore dell'indice di ogni fondo sovrano dovrebbe essere almeno pari a 8 per descrivere un livello di trasparenza "adeguato". I dieci principi su cui è basato sono: 1) il fondo rende pubblica la propria storia, i motivi per cui è stato creato, l'origine del capitale e la struttura del Governo che lo possiede; 2) il fondo presenta spontaneamente audit e report annuali aggiornati; 3) il fondo rende pubblici dati relativi alla distribuzione geografica ed alle percentuali delle società controllate e/o partecipate; 4) il fondo rende pubblico il proprio portafoglio, i ritorni e i compensi del management; 5) il fondo presenta linee guida relativamente a standard etici, procedure di investimento e supporti alle linee guida; 6) il fondo presenta chiari obiettivi e strategie; 7) quando possibile, il fondo fornisce i contatti dei referenti; 8) quando possibile, il fondo identifica manager esterni; 9) il fondo possiede un proprio sito web; 10) il fondo fornisce i contatti e i riferimenti dei propri uffici.

### **1.3.2 Impatto sulla stabilità finanziaria internazionale**

Il rilievo assunto dai fondi sovrani influenza inevitabilmente il panorama finanziario internazionale e le società target. In assenza di un adeguato grado di trasparenza, i fondi possono

mettere in atto strategie di investimento con abusi di mercato o generare investimenti influenzati da decisioni politiche o strategiche.

L'impatto degli investimenti dei fondi sovrani non può essere considerato marginale a causa delle grandi dimensioni che i SWF hanno raggiunto in termini di risorse gestite e di allocazione del portafoglio. Di conseguenza le strategie perseguite dai fondi possono generare fluttuazioni dei prezzi delle attività coinvolte.

I fondi sovrani attuano le proprie decisioni di investimento focalizzando l'attenzione sui propri redditi e rischi e non riconoscono come obiettivo primario la stabilità dei mercati finanziari. Tuttavia, “nella misura in cui le loro decisioni fossero effettivamente guidate solo da considerazioni di portafoglio, i fondi sovrani potrebbero esercitare un effetto di stabilizzazione sui mercati finanziari e contribuire a una più efficiente diversificazione dei rischi a livello globale” (Ciarlone e Miceli, 2013, p.14).

#### **1.4 Ranking mondiale: 2011 e 2018**

Negli ultimi anni i Sovereign Wealth Funds operanti a livello internazionale non sono rimasti invariati, ma hanno registrato una sensibile variazione del patrimonio gestito modificando così la propria posizione nel ranking mondiale.

Nella Tabella 1 e nella Tabella 2, con riferimento rispettivamente al 2011 e al 2018, vengono indicati i primi 20 fondi sovrani con relativa indicazione del paese detentore, anno di creazione, categoria di appartenenza in base all'origine della ricchezza, categoria di appartenenza in base agli scopi istituzionali e il *Linaburg-Maduell Transparency Index*.



**Tabella 1 - Primi venti fondi sovrani esistenti, ordinati per totale dell'attivo a fine 2011**

Fondo Sovrano	Paese	Totale attivo (miliardi di dollari)	Anno di creazione	Origine	Tipologia	Indice di 'trasparenza'
SAFE Investment Company	Cina	568	1997	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Norwegian Government Pension Fund – Global (NGPF-G)	Norvegia	554	1990	Commodity	Fondo di risparmio + Fondo pensione	10/10
SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudita	533	-	Commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	450*	1976	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
China Investment Corporation (CIC)	Cina	410**	2007	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	7/10
Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwait	296*	1953	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	6/10
HK Monetary Authority – Investment Portfolio (HKMA)	Hong Kong	293	1998	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	8/10
Government Investment Corporation (GIC)	Singapore	248*	1981	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	6/10
Temasek Holdings	Singapore	157	1974	Non-commodity	Fondo di risparmio	10/10
National Social Security Fund (NSSF)	Cina	135*	2000	Non-commodity	Fondo pensione	5/10
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	100	2005	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
National Wealth Fund (NWF)	Russia	87	2008	Commodity	Fondo pensione	5/10
Australian Government Future Fund (AGFF)	Australia	75	2006	Non-commodity	Fondo pensione	10/10
Investment Corporation of Dubai (ICD)	Emirati Arabi Uniti - Dubai	70	2006	Commodity	Fondo di risparmio	4/10
International Petroleum Investment Company (IPIC)	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	65	1984	Commodity	Fondo di risparmio	9/10
Libyan Investment Authority (LIA)	Libia	65*	2006	Commodity	Fondo di risparmio	1/10
Revenue Regulation Fund	Algeria	57*	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	1/10
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	53	2000	Commodity	Fondo di stabilizzazione	8/10
Mubadala Development Company	Emirati Arabi Uniti - Abu Dhabi	48	2002	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
Korea Investment Corporation (KIC)	Corea del sud	43	2005	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	9/10
<b>TOTALE</b>		<b>4.307</b>				

Note: (\*) stima a fine 2010; (\*\*) dati a dicembre 2010.  
Fonte: nostre elaborazioni su dati provenienti da rapporti periodici dei fondi sovrani: Sovereign Wealth Fund Institute; Bondotti e Barbary, 2012.

Fonte: Ciarlone e Miceli, Aprile 2013

Alla fine del 2011 i fondi sovrani operanti a livello internazionali erano 59 e gestivano un attivo pari a 4,7 trilioni di dollari.

L'Asia è la regione in cui i fondi sovrani hanno avuto maggiore sviluppo, con più del 40% del totale degli attivi (Ciarlone e Miceli, 2013). In questo contesto, rileva la Cina con ben quattro fondi sovrani, tre dei quali rientrano nelle prime dieci posizioni del ranking e con il maggiore fondo a livello mondiale (*SAFE Investment Company*).

Sempre nel 2011, il Medio Oriente gestiva circa il 35% del totale degli attivi, mentre l'Europa solo il 15%.

Si può osservare, analizzando l'indice di *Linaburg-Maduell*, che nel 2011 solo otto dei primi venti fondi del ranking mondiale raggiungevano un livello di trasparenza "adeguato", quindi con un punteggio almeno pari ad 8. Solo 4 dei 20 Sovereign Wealth Funds avevano un indice di trasparenza pari a 10. I fondi africani, invece, presentavano l'indice di trasparenza più basso pari ad 1.

**Tabella 2 – Primi venti fondi sovrani esistenti, ordinati per totale dell'attivo a fine 2018**

Fondo Sovrano	Paese	Totale attivo (miliardi di dollari)	Anno di creazione	Origine	Tipologia	Indice di 'trasparenza'
Norway Government Pension Fund Global - (NGPF-G)	Norvegia	1072,8	1990	Commodity	Fondo di risparmio + Fondo pensione	10/10
China Investment Corporation (CIC)	Cina	941,4	2007	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	7/10
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Emirati Arabi Uniti – Abu Dhabi	696,7	1976	Commodity	Fondo di risparmio	6/10
Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwait	592	1953	Commodity	Fondo di stabilizzazione + Fondo di risparmio	6/10
HK Monetary Authority - Investment Portfolio (HKMA)	Hong Kong	509,4	1998	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	8/10
Government Investment Corporation (GIC)	Singapore	440	1981	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	7/10
National Social Security Fund (NSSF)	Cina	437,9	2000	Non-commodity	Fondo pensione	5/10
SAFE Investment Company	Cina	417,8	1997	Non-commodity	Società di investimento delle riserve	4/10
Temasek Holdings	Singapore	375,4	1974	Non-commodity	Fondo di risparmio	10/10
Public Investment Fund (PIF)	Arabia Saudita	320	2008	Commodity	Fondo di risparmio	7/10
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	320	2005	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
Investment Corporation of Dubai (ICD)	Emirati Arabi Uniti – Dubai	239,4	2006	Commodity	Fondo di risparmio	5/10
Mubadala Investment Company	Emirati Arabi Uniti – Abu Dhabi	226,5	2017	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
Korea Investment Corporation (KIC)	Corea del Sud	131,6	2005	Non-commodity	Fondo di stabilizzazione	8/10
Australian Government Future Fund	Australia	109,5	2006	Non-commodity	Fondo pensione	10/10
National Development Fund of Iran	Iran	91	2011	Commodity	Fondo di stabilizzazione	5/10
Alberta Investment Management Corporation	Canada	79,3	2008	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
Samruk-Kazyna	Kazakistan	71,3	2008	Commodity	Fondo di stabilizzazione	10/10
National Welfare Fund	Russia	68,6	2008	Commodity	Fondo pensione	-
Alaska Permanent Fund Corporation (APFC)	Stati Uniti	66,2	1976	Commodity	Fondo di risparmio	10/10
<b>TOTALE</b>		<b>7206,8</b>				

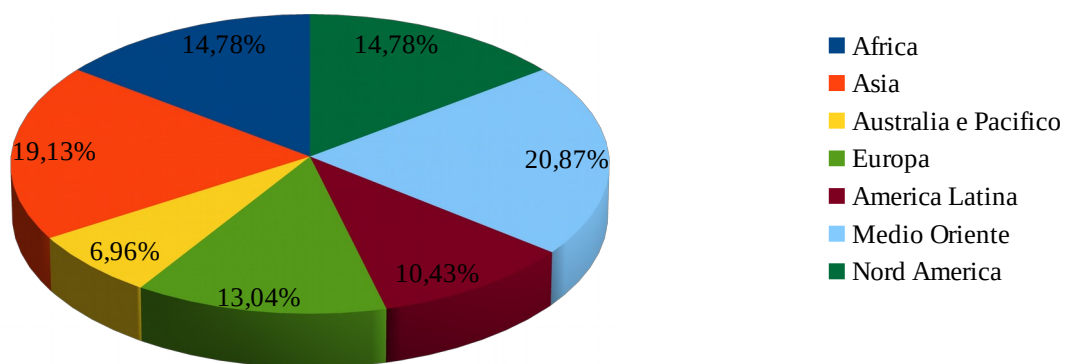
Fonte: ns elaborazione su dati Sovereign Wealth Funds Institute

Come evidenziato in Tabella 2, alla fine del 2018 i fondi sovrani operanti a livello internazionale erano 115 e gestivano un attivo pari a 7,9 trilioni di dollari.

Per quanto concerne la distribuzione geografica, i fondi sovrani sono così ripartiti (v. Figura 1):

- 17 in Africa;
- 22 in Asia;
- 8 tra Australia e Pacifico;
- 15 in Europa;
- 12 in America Latina;
- 24 in Medio Oriente;
- 17 in Nord America.

Figura 1 - Distribuzione fondi sovrani nel panorama internazionale



Fonte: ns. elaborazione su dati Sovereign Wealth Fund Institute (2018)

Analizzando l'indice di *Linaburg-Maduell* si può osservare che, nel 2018, solo nove dei primi venti fondi del ranking mondiale raggiungevano un livello di trasparenza "adeguato", quindi con un punteggio almeno pari ad 8. Tra questi 9 fondi ben 7 hanno ottenuto un punteggio di massima trasparenza, equivalente a 10.

Confrontando i dati riportati nella Tabella 1 e nella Tabella 2, si nota che il *Norway Government Pension Fund-Global* (NGPF-G) ha quasi raddoppiato il totale degli attivi tra il 2011 e il 2018, collocandosi al vertice dei fondi sovrani internazionali.

La Repubblica Popolare Cinese pur mantenendo tre fondi nei primi 20, perde la prima posizione con il *SAFE Investment Company*, che scende all'ottavo posto e si colloca al secondo posto con il *China Investment Corporation* (CIC) che nel 2011 era in quinta posizione.

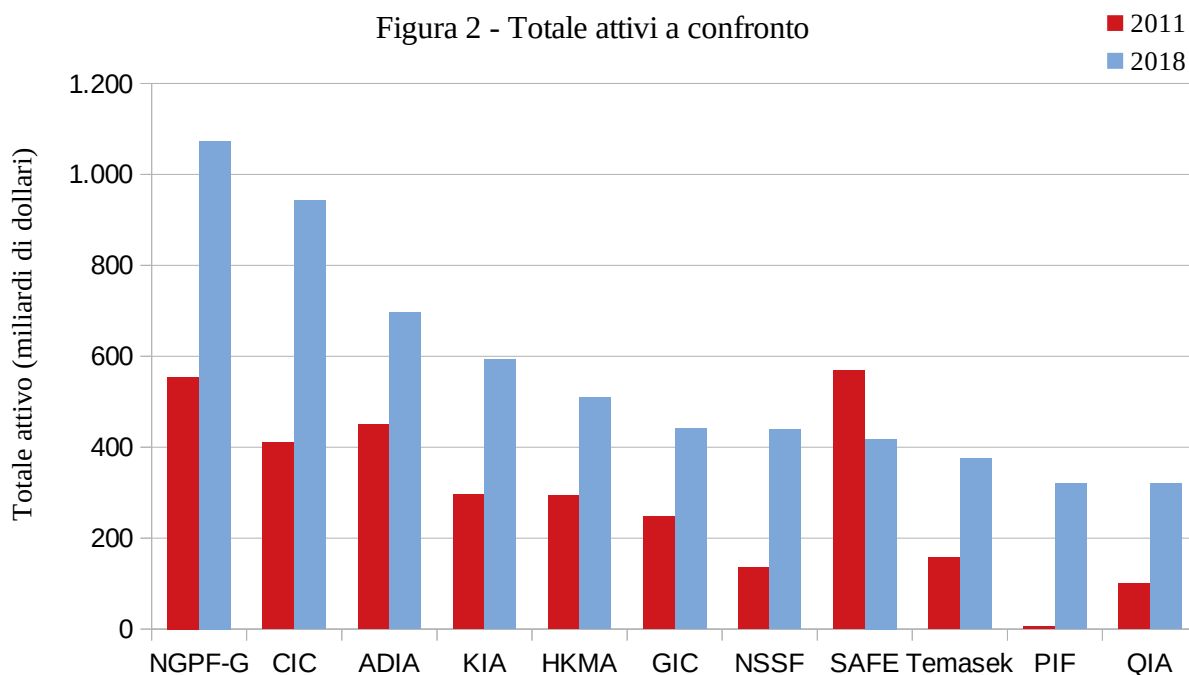
Come evidenziato in Figura 2, il fondo sovrano norvegese (NGPF-G) è passato da un attivo di 554 ad un attivo di 1072,8 miliardi di dollari. Altri fondi sovrani hanno visto quasi raddoppiare il proprio attivo, come il *China Investment Corporation* (CIC) passando da 410 a 941,4 miliardi di dollari; il *Kuwait Investment Authority* (KIA) da 296 a 592 miliardi di dollari. Il *National Social Security Fund* (NNSF) ha triplicato il proprio totale attivo passando da 135 a 437,9 miliardi di dollari e il *Qatar Investment Authority* (QIA) è passato da 100 a 320 miliardi di dollari.

Un caso particolare è quello del fondo saudita *Public Investment Fund* (PIF) che nel 2011 gestiva risorse per 5 miliardi di dollari e figurava in 41esima posizione. Nel 2018 questo fondo ha raggiunto la decima posizione nel ranking mondiale, con un totale attivo pari a 320 miliardi di dollari.

Alcuni fondi sovrani che nel 2011 rientravano nelle prime venti posizioni del ranking mondiale hanno visto diminuire le proprie risorse gestite. Tra questi il fondo cinese *SAFE Investment Company* che gestiva nel 2011 568 miliardi di dollari e nel 2018 gestiva 417,8 miliardi di dollari. Anche il fondo russo *National Wealth Fund* (NWF) ha visto il totale dell'attivo ridursi da 87 miliardi nel 2011 a 68,8 miliardi di dollari nel 2018.

Alcuni fondi sovrani hanno registrato una rapida evoluzione. Un esempio è il *Mubadala Investment Company* costituito nel gennaio del 2017, attraverso la fusione di due fondi sovrani di

Abu Dhabi. I due fondi erano l'*International Petroleum Investment Company* (IPIC) con un attivo di 65 miliardi di dollari e il *Mubadala Development Company* con un attivo di 48 miliardi di dollari, che nel 2011 occupavano rispettivamente la quindicesima e la diciannovesima posizione nel ranking mondiale. Attualmente, il *Mubadala Investment Company* si trova in tredicesima posizione con un attivo pari a 226,5 miliardi di dollari.



Fonte: ns. elaborazione su dati Ciarlone-Miceli (2013) e Sovereign Wealth Fund Institute (2018)

Analizzando il *Linaburg-Maduell Transparency Index* si evidenzia un aumento dell'indice di trasparenza. Nel 2011 vi erano 9 fondi con un valore pari o inferiore a 5, mentre nel 2018 sono solo 5. I fondi che presentano un punteggio di massima trasparenza erano 4 e ad oggi sono 7, ma solo 9 fondi raggiungono il livello considerato "adeguato".

In generale, i venti Sovereign Wealth Funds indicati in [Tabella 1](#) mantengono gli stessi valori per quanto riguarda la trasparenza, ad eccezione dell'*Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), del *Government Investment Corporation* (GIC) di Singapore e dell'*Investment Corporation of Dubai* che aumentano di un punto l'indice di trasparenza, pur restando comunque sotto la soglia di

adeguatezza. Il *Korea Investment Corporation* (KIC) è l'unico fondo sovrano che diminuisce il proprio livello di trasparenza passando da 9 a 8.

## Capitolo 2

### Gli investimenti dei Fondi Sovrani

I *Sovereign Wealth Funds*, nel corso degli anni, hanno investito ingenti capitali passando dalla gestione di un patrimonio di 500 miliardi di dollari nel 1995 a un attivo gestito di 7,9 trilioni di dollari nel 2018.

Gli investimenti dei fondi hanno assunto destinazioni diverse anche come conseguenza dell'evoluzione economica e politica del panorama internazionale.

#### 2.1 Settori di investimento

Le scelte di investimento effettuate dai fondi sovrani dipendono da diversi fattori quali l'orizzonte temporale, la natura del fondo e la provenienza delle risorse finanziarie.

L'elemento che influisce maggiormente sulle decisioni di investimento è rappresentato dall'orizzonte temporale che solitamente per i fondi sovrani è di medio-lungo periodo.

Come sottolineato da Ciarlone e Miceli (2013), “non essendo soggetti al pagamento di prestazioni periodiche o al rischio di ritiro subitaneo dei fondi investiti, non presentano criticità in termini di liquidità, e possono allocare le risorse finanziarie loro disponibili in un orizzonte di medio-lungo periodo.” (p. 7). Questo fattore spinge i fondi sovrani ad investire le proprie risorse in attività poco liquide.

Sono principalmente quattro le grandi categorie in cui possono investire i fondi sovrani. Sono rappresentate da titoli a reddito fisso, azioni, liquidità e investimenti alternativi come *hedge funds*, *private equity*, infrastrutture e attività immobiliari.

Nel periodo dal 1990-2010 gli investimenti azionari hanno rappresentato la parte più significativa degli investimenti dei fondi sovrani (Ciarlone e Miceli, 2013).

I SWF hanno indirizzato i propri investimenti in diversi settori.



Il settore finanziario è stato fino al 2008 quello in cui i fondi sovrani hanno destinato maggiori capitali. Nel biennio 2007-2008 è stata raggiunta la quota massima di investimento pari al 39% del totale delle operazioni di investimento, come conseguenza della crisi finanziaria che ha permesso ai fondi sovrani di acquisire partecipazioni azionarie in numerosi istituti occidentali di credito che avevano un sostanziale problema di illiquidità.

Dall'analisi dei dati di Ciarlone e Miceli (2013) e del *Sovereign Investment Lab* (si veda Bortolotti, 2016) nel 2009 l'investimento da parte dei fondi sovrani nel settore finanziario ha subito un notevole ridimensionamento con un valore di soli 11 miliardi di dollari contro i 90 miliardi di dollari del 2007. Nell'anno successivo si è registrata una ripresa delle operazioni con un valore di 32 miliardi di dollari.

Un settore in evoluzione è stato quello dell'energia, delle materie prime e delle utility dove gli investimenti da parte dei fondi sovrani dal 2000 al 2010 sono triplicati passando dal 5% al 15%. L'investimento in questo settore non è generalmente dettato da un interesse prettamente finanziario ma è influenzato prevalentemente da un intento strategico e dall'esigenza di far fronte alla domanda di materie prime in continua crescita per l'economia nazionale dei paesi emergenti.

I *Sovereign Wealth Funds* hanno rivolto interesse anche al settore manifatturiero e a quello dell'IT e delle telecomunicazioni, anche se con una percentuale ridotta rispetto agli altri settori. Gli investimenti equivalevano al 7% del totale degli investimenti per un controvalore di 94 miliardi di dollari.

## **2.2 Le destinazioni degli investimenti**

### **2.2.1 A livello globale**

Analizzando il contesto internazionale, negli anni tra il 1990 e il 2010 il mercato asiatico, europeo e nordamericano hanno attirato gli investimenti dei fondi sovrani, che hanno investito in 97 paesi. Questi mercati offrono numerose opzioni di investimento e un alto livello di liquidità che permettono ai fondi sovrani di allocare ingenti capitali.

Secondo i dati elaborati da Ciarlone e Miceli (2013), i paesi asiatici sono stati destinatari di 931 operazioni di investimento pari al 45% del totale, mentre nell'Unione Europea le operazioni effettuate sono state 378 pari al 18% e nel Nord America 376 pari al 18%.

Osservando il ranking dei paesi destinatari di acquisizioni da parte dei fondi sovrani si colloca in prima posizione il Regno Unito con 134 transazioni per un valore complessivo di 78 miliardi di dollari. Gli Stati Uniti occupano la seconda posizione pur avendo un numero di transazioni superiore rispetto a quello del Regno Unito. Infatti con 348 operazioni gli investimenti raggiungono un ammontare totale di 76 miliardi di dollari. A seguire troviamo la Cina con un valore di 70 miliardi di dollari con un totale di 168 operazioni effettuate.

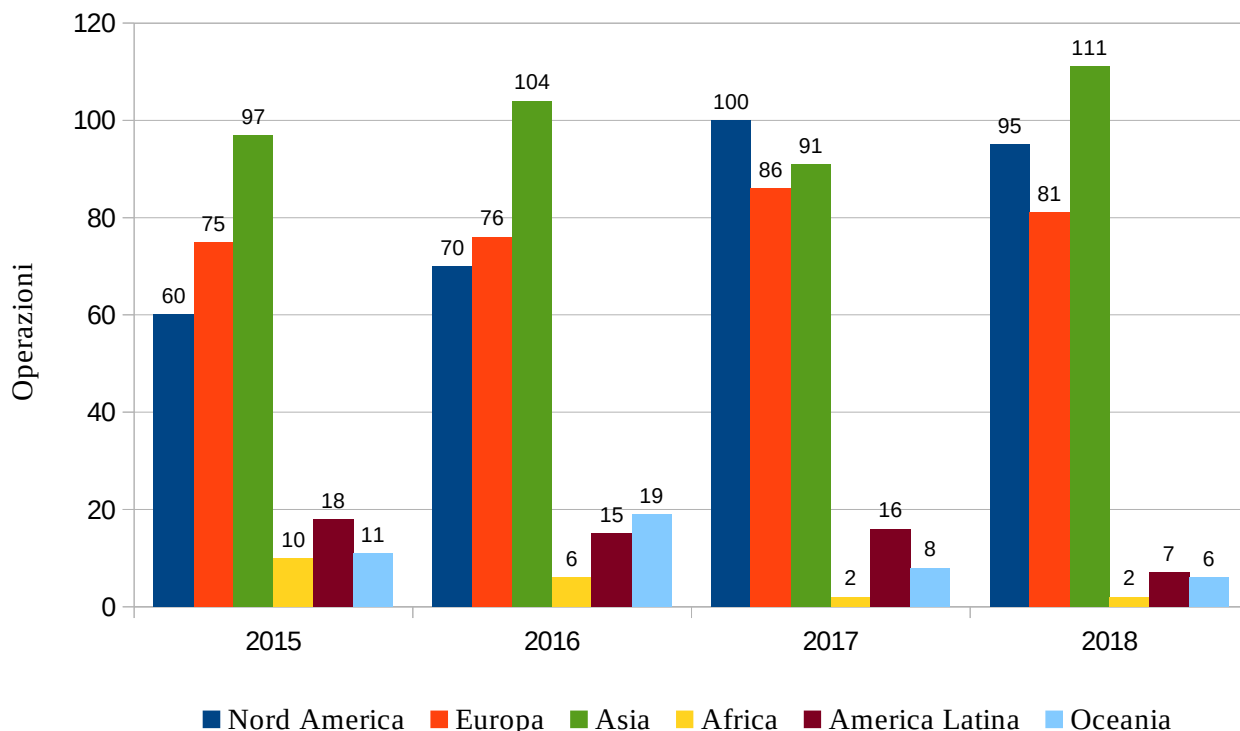
I paesi che seguono le prime tre posizioni presentano un divario significativo in termini di numero di operazioni effettuate e di controvalore. Infatti, l'Australia che si trova in quarta posizione conta 88 operazioni per un valore di "soli" 32 miliardi di dollari.

Dal 2010 al 2014, come rilevato da Bortolotti (2016), i settori destinatari degli investimenti sovrani risultano essere principalmente quello finanziario con andamento decrescente e quello immobiliare che, al contrario, ha presentato andamento crescente. È aumentata anche la rilevanza degli investimenti nel settore energetico (oil e gas) e si è registrato un incremento significativo per quanto riguarda gli investimenti nel settore delle comunicazioni.

I dati forniti dall'*International Forum of Sovereign Wealth Funds* (IFSWF) relativamente agli investimenti diretti sono sintetizzati in [Figura 3](#) secondo il numero di operazioni (*deals*), mentre in [Figura 4](#) si considerano i valori complessivi degli investimenti effettuati dai fondi sovrani in milioni di dollari.

Nel quadriennio compreso tra il 2015 e il 2018 i *Sovereign Wealth Funds* hanno effettuato investimenti per un valore totale di 237 mila milioni di dollari per un totale di 1166 operazioni.

Figura 3 - Investimenti dei SWFs nei mercati internazionali per operazioni



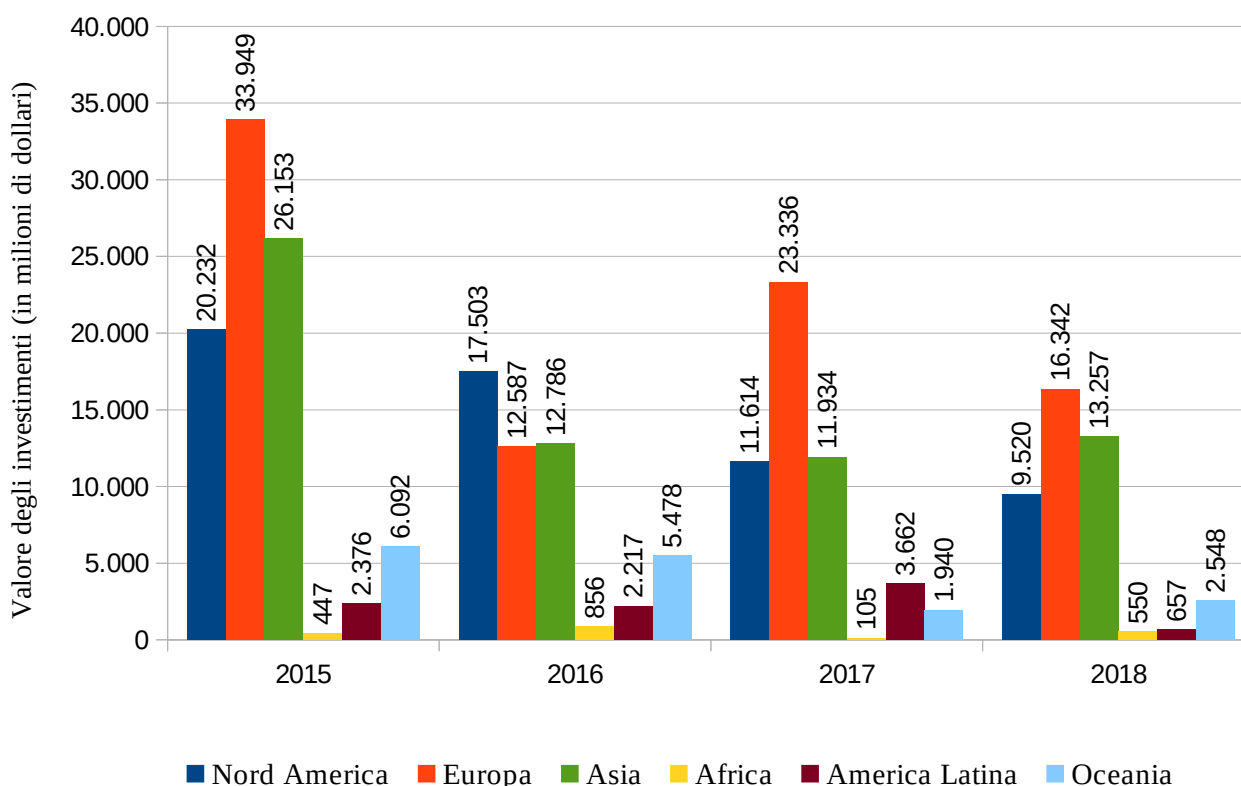
Fonte: ns. elaborazione sui dati International Forum of Sovereign Wealth Funds (2018)

L'Asia, il Nord America e l'Europa sono le aree che nell'arco del quadriennio hanno attirato maggiori investimenti da parte dei SWF con un numero complessivo di 1046 *deals*. L'Asia conta 403 operazioni contro le 325 del Nord America e le 318 dell'Europa.

Gli investimenti in Africa, America Latina e Oceania risultano relativamente esigui e con andamento decrescente nell'arco del periodo. In queste aree gli investimenti dal 2015 al 2018 sono rappresentati solo da 110 operazioni complessive.

In termini di valore, l'Europa è la regione che accoglie maggiori investimenti da parte dei fondi sovrani pari a 86 miliardi di dollari pur avendo un numero di *deals* inferiore rispetto all'Asia e al Nord America. L'Asia, con il maggior numero di operazioni, raggiunge un controvalore complessivo di 64 mila milioni di dollari, a confronto del Nord America con un valore di 58 miliardi di dollari.

Figura 4 - Investimenti SWFs nei mercati internazionali per valore



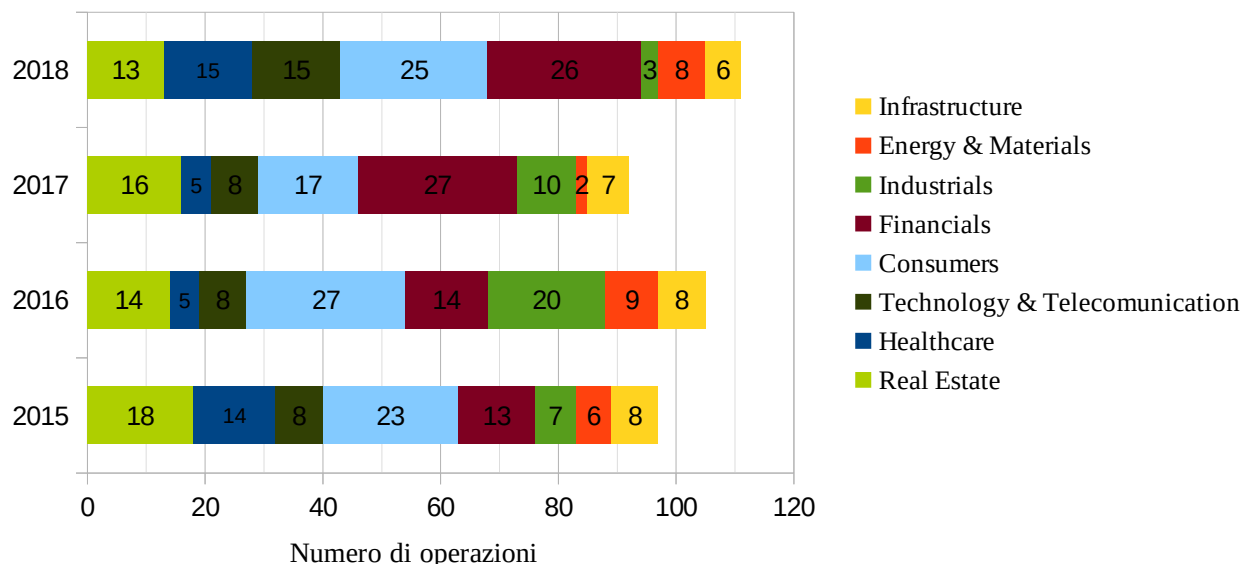
Fonte: ns. elaborazione sui dati International Forum of Sovereign Wealth Funds (2018)

Di seguito focalizzeremo l'attenzione sugli investimenti effettuati dai fondi sovrani per settore in Asia e in Nord America, in quanto rappresentano una quota significativa degli investimenti sia in termini di operazioni che in termini di controvalore.

Analizzando la situazione dell'Asia (v. [Figura 5](#)), si è registrata una crescita significativa dell'interesse nei confronti del settore finanziario passando da 13 operazioni nel 2015 a 26 nel 2018. Come il settore finanziario, anche quello della tecnologia e delle telecomunicazioni ha registrato il raddoppio del numero di investimenti. Il settore dei *Consumer Goods* come quello immobiliare hanno mantenuto costante l'interesse degli investitori in questo arco di tempo.

Al contrario, il settore industriale ha visto diminuire drasticamente il numero di *deals* passato da 20 nel 2016 a solo 3 nel 2018.

Figura 5 - Settori d'investimento dei SWFs in Asia

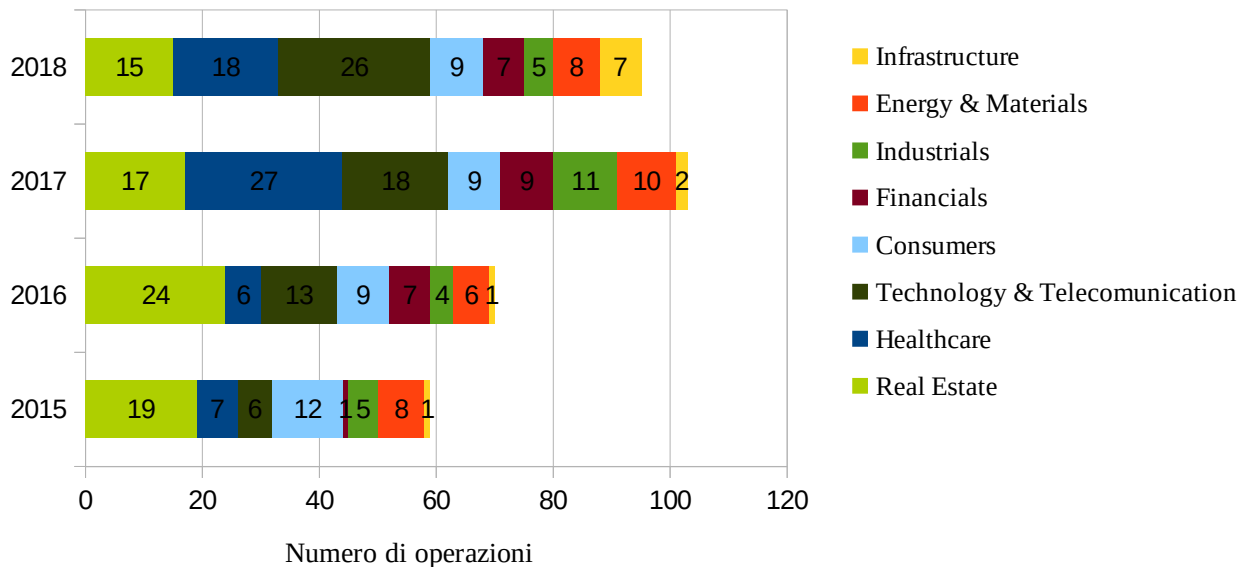


Fonte: ns. elaborazione sui dati International Forum of Sovereign Wealth Funds (2018)

Passando al Nord America (v. [Figura 6](#)) si può notare come tra il 2015 e il 2018 il settore della tecnologia e delle telecomunicazioni abbia registrato un notevole aumento degli investimenti quadruplicando il numero di operazioni e raggiungendo 26 *deals* nel 2018.

Due settori che hanno recentemente attirato maggiore attenzione da parte dei SWF sono quello immobiliare e quello *Healthcare*. Il settore del Real Estate è rimasto pressoché invariato, registrando però una picco nel 2016 con 24 operazioni, rientrato nel 2017 tornando a 17 *deals*. Il settore *Healthcare* è invece aumentato notevolmente, passando da sole 6 operazioni nel 2016 a 27 nel 2017, subendo una lieve flessione nel 2018 con 18 operazioni.

Figura 6 - Settori d'investimento dei SWFs in Nord America



Fonte: ns. elaborazione sui dati International Forum of Sovereign Wealth Funds (2018)

### 2.2.2 In Europa

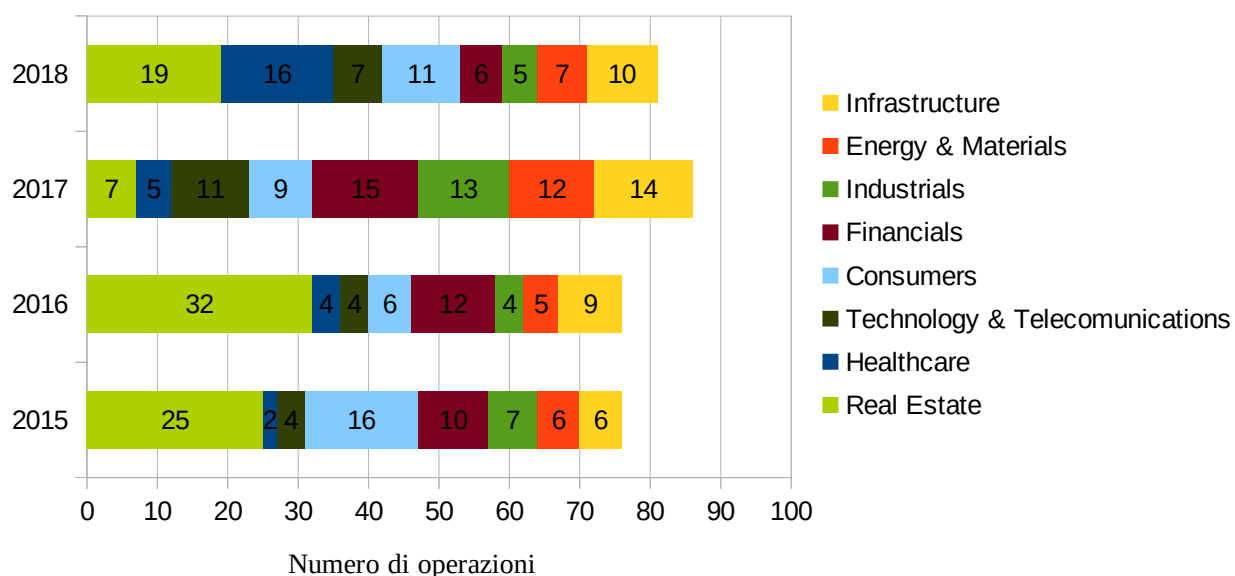
In Europa il paese in cui i fondi sovrani hanno maggiormente investito tra il 2010 e il 2018 è il Regno Unito, con operazioni per un controvalore complessivo di 118 miliardi di dollari.

Sulla base dei dati forniti dall'*International Forum of Sovereign Wealth Funds*, relativi agli investimenti diretti effettuati in Europa (v. [Figura 7](#)) si può rilevare che il settore che, in assoluto, ha raccolto il maggior numero di investimenti è quello del *Real Estate*, anche se si è registrata una diminuzione significativa passando da 32 *deals* nel 2016 a 19 nel 2018.

Un notevole incremento si è registrato nel settore *Healthcare*, dove si è passati da 2 transazioni nel 2015 a 16 nel 2018.

In Europa, ad eccezione dei due settori precedentemente citati, si può affermare che gli investimenti effettuati dai fondi sovrani negli altri diversi settori sono presenti soprattutto nel biennio 2017 – 2018 in modo complessivamente equilibrato.

Figura 7 - Settori d'investimento dei SWFs in Europa



Fonte: ns. elaborazione sui dati International Forum of Sovereign Wealth Funds (2018)

## 2.3 Gli investimenti in Italia

Nel ventennio tra il 1990 e il 2010 l'Italia è stata destinataria di 28 acquisizioni da parte dei fondi sovrani per un valore complessivo di 5,1 miliardi di dollari.

Ciarlone e Miceli (2013) collocano l'Italia in ventesima posizione nel ranking dei paesi destinatari degli investimenti effettuati dai fondi sovrani. Il *Lybian Investment Authority* (LIA), il *Government Investment Corporation* di Singapore, l'*International Petroleum Investment Company* (IPIC), il *Mubadala Development Company*, il *Qatar Investment Authority* (QIA) e l'*Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) sono i fondi sovrani che hanno maggiormente operato in Italia, investendo per il 65% del totale nel settore finanziario, per il 17% nel settore immobiliare e per il 5% nel settore manifatturiero.

Secondo i dati del *Sovereign Investment Lab Bocconi* (si veda Puato, 2019) dal 2010 al 2017 i fondi sovrani hanno investito nel mercato italiano 12 miliardi di dollari.

Nel dettaglio, nel 2014 sono state effettuate sette operazioni da quattro diversi fondi sovrani quali il *Kuwait Investment Authority* (KIA), il *Mubadala Investment Company*, il *Government Investment Corporation* (GIC) di Singapore e il *Qatar Investment Authority* (QIA).

Questi SWF hanno continuato ad investire in aziende italiane anche nell'anno successivo, ad eccezione del fondo sovrano di Singapore. Nel 2015 si sono registrate complessivamente otto operazioni di investimento anche ad opera del *China Investment Corporation* (CIC), dell' *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) e dell' *Oman Investment Fund* (OIF)<sup>1</sup>.

Nel 2016 si contano solo tre investimenti da parte del *Temasek Holdings* di Singapore, del *State Oil Fund* dell'Azerbaijan (SOFAZ)<sup>2</sup> e dal *Bahrain Mumtalakat Holding Company*<sup>3</sup>.

Nel 2017 è stato effettuato un unico investimento nel settore dell'abbigliamento, con l'acquisizione del 30% di Stone Island da parte del fondo sovrano Temasek Holdings di Singapore, e nel 2018 si è registrata una riduzione degli investimenti nelle aziende italiane, imputabile “alla scarsa attrattività strutturale del Paese per i fondi che cercano grandi imprese e grandi operazioni” e a causa del “rischio congiunturale”, come sostiene Bernardo Bertolotti, direttore del *Sovereign Investment Lab Bocconi* (Puato 2019).

Nel 2019 il fondo sovrano azerbaijano SOFAZ ha affermato di voler aumentare il portafoglio di 600 milioni di dollari, considerando l'Italia una delle “destinazioni favorite per gli investimenti”.

Inoltre, il fondo sovrano del Qatar KIA nel corso degli anni ha aumentato il numero di investimenti effettuati nel nostro paese, investendo nel 2015 2 miliardi di euro acquisendo la proprietà dei grattacieli del nuovo quartiere milanese di Porta Nuova.

Negli anni precedenti, aveva effettuato numerose operazioni di investimento in Europa rivolgendosi però principalmente a Francia e Regno Unito.

---

1 Fondo sovrano dell'Oman fondato nel 2006. Gestisce un totale attivo pari a 3,4 miliardi di dollari. Secondo i dati del Sovereign Wealth Fund Institute occupa la 49esima posizione nel ranking mondiale.

2 Fondo sovrano dell'Azerbaijan fondato nel 1999. Gestisce un totale attivo pari a 38,9 miliardi di dollari. Occupa la 28esima posizione nel ranking mondiale.

3 Fondo sovrano del Bahrain fondato nel 2006. Gestisce un totale attivo pari a 16,7 miliardi di dollari. Occupa la 36esima posizione nel ranking mondiale.



Come evidenziato da Muratore (2019), il *Qatar Investment Authority* mira a investire in grandi aziende soprattutto nel settore immobiliare, nei grandi alberghi dalla Costa Smeralda a Milano, nel lusso con Valentino e altri marchi, e soprattutto con Air Italy, ex Meridiana, e l'Ospedale di Olbia.

## Capitolo 3

### Il gigante tra i SWFs: Norway Government Pension Fund Global (NGPF-G)

Il fondo sovrano norvegese occupa la prima posizione nel 2018 nel ranking mondiale dal *Sovereign Wealth Fund Institute*. Il *Norway Government Pension Fund Global* è stato costituito nel 1990 e attualmente gestisce un totale attivo superiore a 1000 miliardi di dollari.

#### 3.1 La nascita del fondo

Fu il primo ministro norvegese *Einar Gerhardsen*, nel 1960, a concepire l'idea di un fondo petrolifero. La ricerca del petrolio cominciò solo nel 1966, ma già nel 1969 venne scoperto nel Mare del Nord il primo giacimento petrolifero norvegese, l'*Ekofisk*, il più grande mai scoperto in mare.

Nel 1990, il parlamento norvegese approvò la legge che istituiva il *Government Petroleum Fund*.

L'istituzione del fondo sovrano ha avuto come scopo principale quello di facilitare la gestione a lungo termine delle entrate petrolifere. Il primo trasferimento di capitali dal Ministero delle Finanze al fondo è avvenuto nel 1996.

A seguito della creazione del fondo, nel gennaio 1998 venne istituita la *Norges Bank Investment Management*, una costola della *Norges Bank*, con lo scopo di gestire per conto del Ministero delle Finanze il *Government Petroleum Fund* che solo nel 2006 modificò la denominazione in *Norway Government Pension Fund Global* (NGPF-G). L'obiettivo della *Norges Bank Investment Management* (NBIM) è salvaguardare e ottenere il massimo rendimento dal fondo per garantire ricchezza finanziaria alle generazioni future.

## 3.2 Strategie di investimento

Le strategie di investimento del fondo norvegese mirano a raggiungere un'ampia esposizione alla crescita globale e alla creazione di valore, sfruttando l'orizzonte temporale di lungo periodo e le dimensioni considerevoli del fondo, caratterizzato da un limitato fabbisogno di liquidità a breve termine, per generare elevati rendimenti e salvaguardare la ricchezza per le generazioni future.

### 3.2.1 Aree di investimento

Il *Norway Government Pension Fund Global* ha concentrato il suo interesse verso tre aree:

- Investimenti azionari (*Equity*);
- Investimenti immobiliari (*Real Estate*);
- Investimenti a reddito fisso (*Fixed Income*).

In questo paragrafo, viene analizzato l'andamento degli investimenti nelle tre diverse aree con riferimento al Nord America, all'Europa e all'Asia.

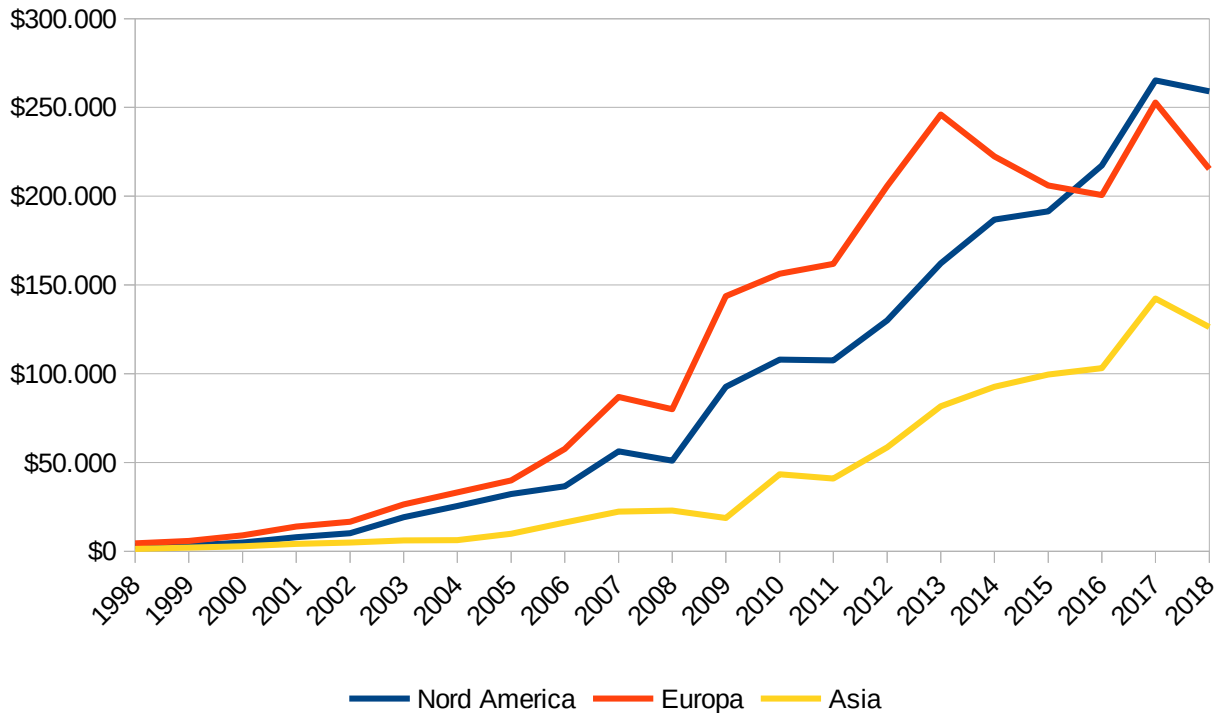
Relativamente all'area dell'*Equity* (v. [Figura 8](#)) il fondo ha investito in circa 9000 aziende in tutto il mondo, con un particolare interesse verso l'Asia e il Nord America, seguiti dai mercati sviluppati in Europa e in Oceania e dai mercati emergenti. La distribuzione degli investimenti azionari in diversi paesi, settori e in diverse aziende permette al fondo di catturare parte del valore globale e diversificare il rischio.

Il fondo ha partecipazioni in 9158 società, tra cui Apple, Nestlé, Microsoft e Samsung, in 73 diversi paesi.

Per gli investimenti azionari, il fondo sovrano norvegese utilizza l'indice azionario *FTSE Global All Cap* che è l'indice di riferimento applicato dal Ministero delle Finanze.

Il fondo può investire esclusivamente in società quotate in borsa e può detenere un massimo del 10 per cento delle azioni di queste società.

Figura 8 - Equity (in milioni di dollari)



Fonte: ns. elaborazione su dati del Norges Bank Investment Management (2018)

La seconda area d'interesse è rappresentata dagli investimenti immobiliari (*Real Estate*).

Il fondo ha effettuato i suoi primi investimenti immobiliari (v. [Figura 9](#)) a partire dal 2011 rivolgendosi esclusivamente al mercato europeo. Ha acquisito il 25 per cento delle proprietà del Crown Estate a Regen Street a Londra; ha acquisito una quota del 50% in sette proprietà a Parigi e dintorni da AXA Group e nel 2012 ha acquistato il suo primo immobile in Svizzera, seguito dal primo investimento in Germania nel 2013. Inoltre, ha investito nel suo primo centro commerciale ed è entrato nel mercato degli immobili logistici attraverso un accordo per investire in strutture logistiche in 11 paesi europei.

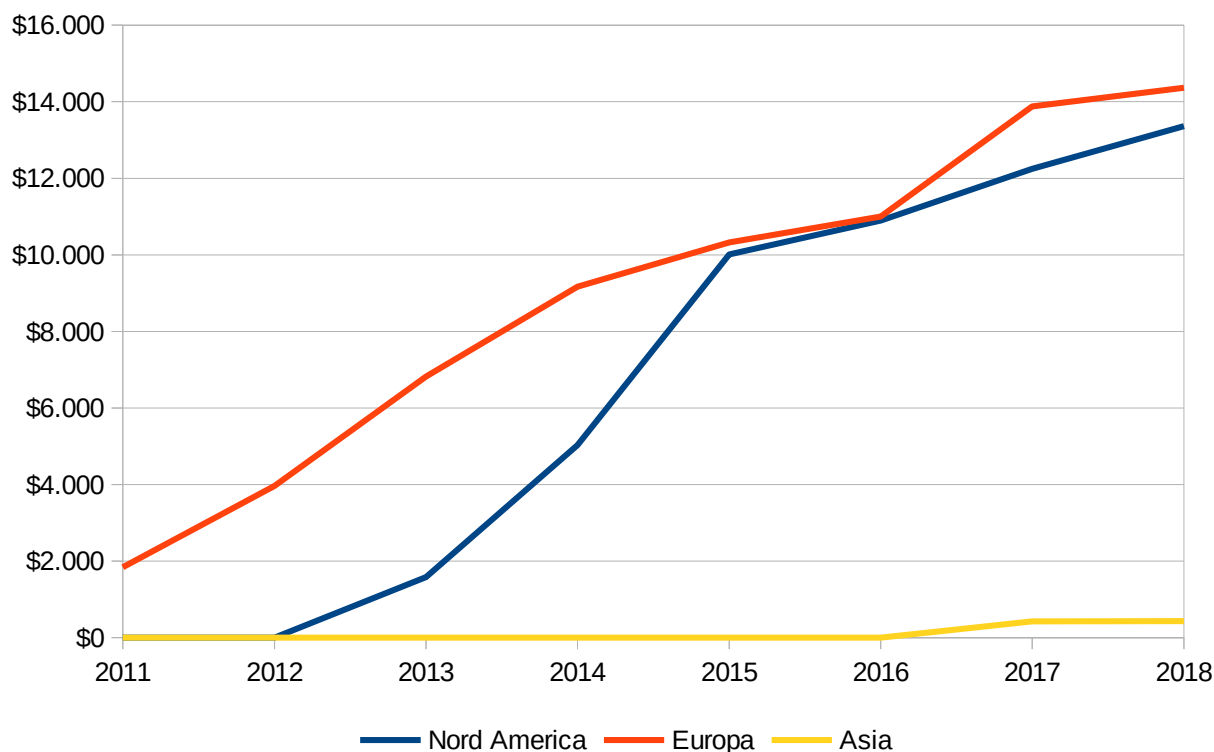
Dal 1° gennaio 2013 il mandato di investimento del fondo ha esteso la propria strategia espandendosi nel mercato immobiliare statunitense investendo in cinque proprietà a New York, Washington D.C. e Boston; mentre i primi investimenti in Asia sono stati effettuati solo nel 2017, acquisendo il 70 per cento di cinque proprietà a Tokyo.

Il fondo sovrano può investire fino al 7 per cento delle proprie risorse in investimenti immobiliari non quotati.

In generale, il fondo mira ad investire in un numero limitato di città considerate strategiche in Europa, negli Stati Uniti e in Asia. Queste città sono caratterizzate da mercati immobiliari trasparenti, da una previsione di crescita della popolazione e dell'occupazione e da una potenziale crescita economica.

Negli Stati Uniti il fondo sovrano norvegese ha investito a New York, Washington D.C., Boston e San Francisco. In Europa, invece, ha investito a Londra, Parigi, Berlino e Monaco e infine, per quanto riguarda l'Asia, a Tokyo e Singapore.

Figura 9 - Real Estate (in milioni di dollari)



Fonte: ns. elaborazione su dati del Norges Bank Investment Management (2018)

Infine, la terza area di interesse del fondo sovrano norvegese è costituita dagli investimenti a reddito fisso (*Fixed Income*), per un valore pari al 30 per cento del fondo stesso.

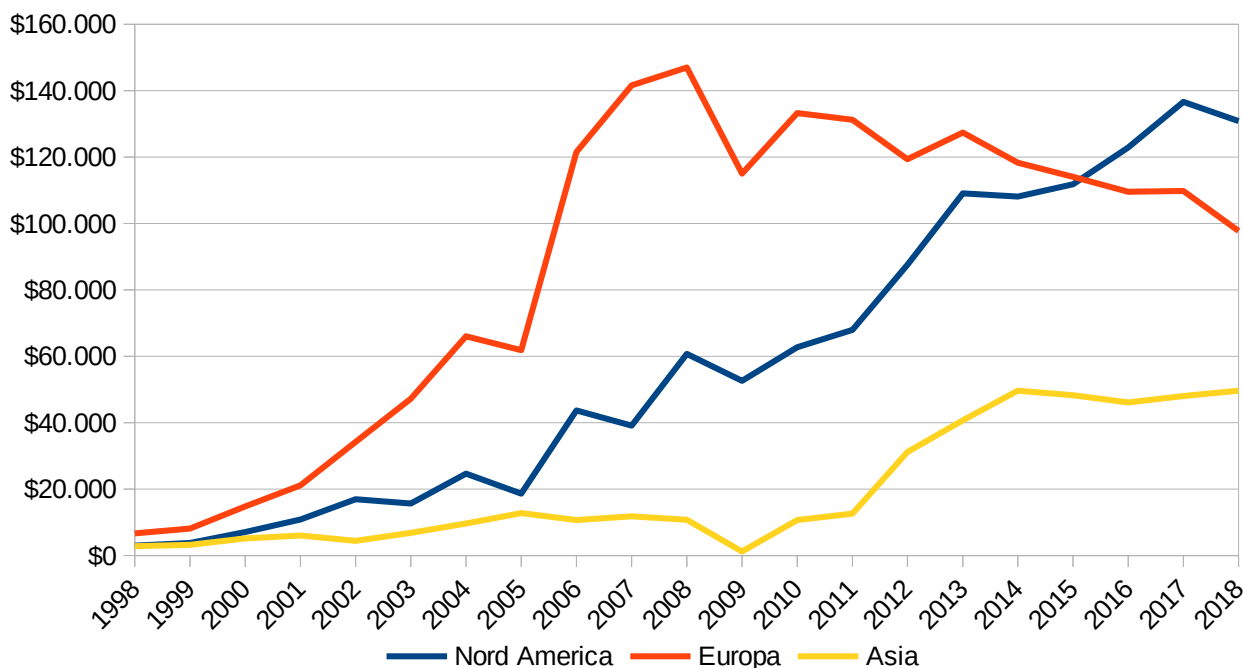
Gli investimenti a reddito fisso (v. [Figura 10](#)) sono costituiti da obbligazioni emesse da governi e istituzioni correlate (*Government bonds*) per il 70 per cento e da titoli emessi da società (*Corporate bonds*) per il restante 30 per cento.

La strategia di investimento dei titoli di stato prende in considerazione, oltre alla dimensione economica dei paesi, misurata secondo il PIL, le condizioni delle finanze pubbliche dei paesi.

Circa il 10 per cento degli investimenti a reddito fisso sono in valute dei mercati emergenti, mentre la maggior parte degli investimenti sono nei paesi sviluppati denominati in euro, dollari, sterline e yen.

Gli investimenti in *corporate bonds* vengono effettuati solo dopo aver fatto una valutazione del credito. Le partecipazioni in obbligazioni “*non-investment grade*” mirano a non superare il 5 per cento del portafoglio complessivo a reddito fisso.

Figura 10 - Fixed Income (in milioni di dollari)



Fonte: ns. elaborazione su dati del Norges Bank Investment Management (2018)

### 3.3 Investimenti in Italia

Il fondo sovrano norvegese ha effettuato investimenti in Italia a partire dal 1998, destinando il proprio interesse esclusivamente alle aree degli investimenti azionari e degli investimenti a reddito fisso, senza aver mai effettuato nel corso di questi vent'anni investimenti nel settore del *Real Estate*.

Dall'analisi dei dati riguardanti il numero di investimenti effettuati (v. [Figura 11](#)) si nota come nel ventennio gli investimenti in Italia nell'area *Equity* siano stati sempre superiori rispetto a quelli relativi al *Fixed Income*, raggiungendo un picco nel 2007 con 141 operazioni.

Figura 11 - Numero di investimenti del NGPF-G



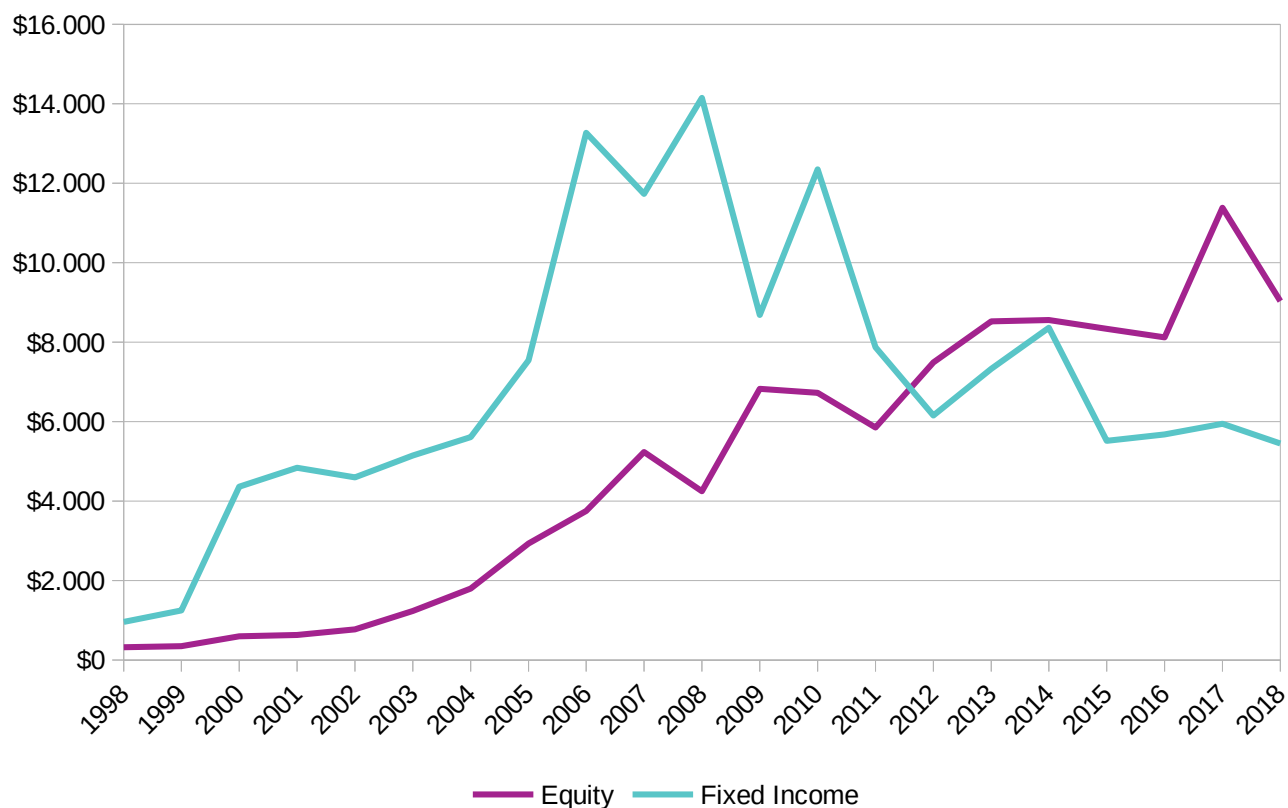
Fonte: ns. elaborazione su dati del Norges Bank Investment Management (2018)

Analizzando, invece, in termini di risorse investite (v. [Figura 12](#)) si nota come gli investimenti relativi al *Fixed Income* risultino nettamente superiori all'*Equity*, presentando però una inversione a partire dal 2012.

Nello specifico, nel 2008 il fondo ha effettuato investimenti a reddito fisso per un valore pari a poco più di 14 miliardi di dollari.

Nel 2018 gli investimenti nell'area *Equity* presentano un valore di poco più di 9 miliardi di dollari, con 131 investimenti; mentre nell'area *Fixed Income* presentano un valore di quasi 5,5 miliardi di dollari con 19 investimenti.

Figura 12 - Investimenti in milioni di dollari del NGPF-G



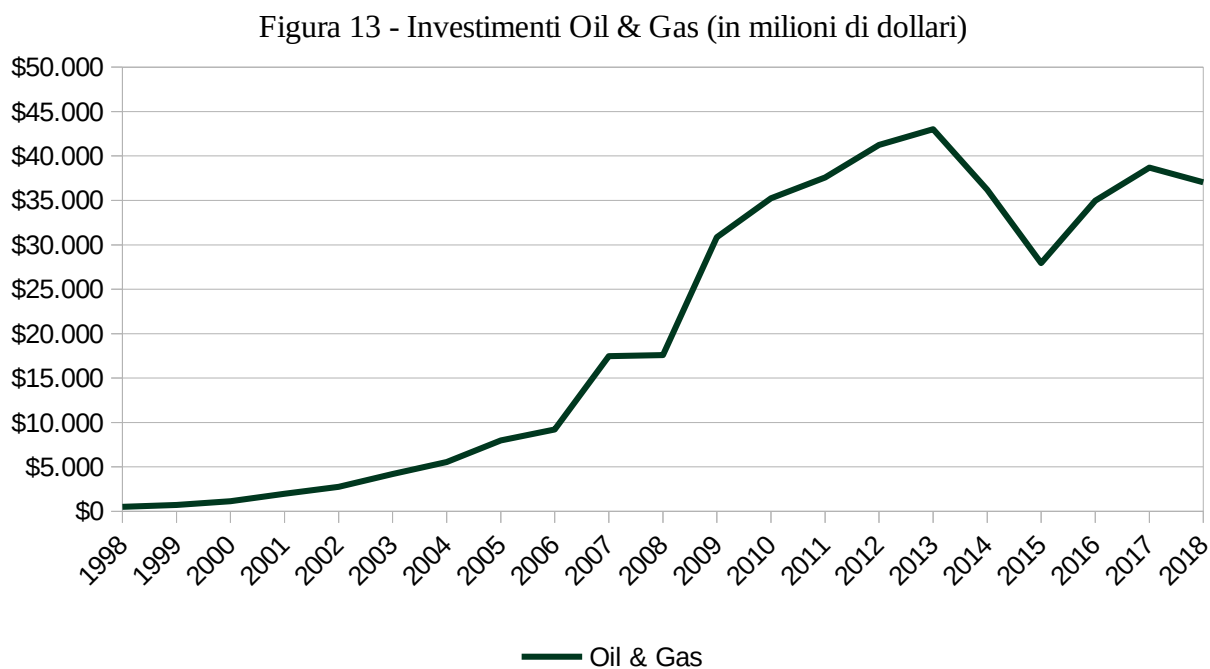
Fonte: ns. elaborazione su dati del Norges Bank Investment Management (2018)



### 3.4 Investimenti nel settore Oil and Gas

Attraverso l'analisi specifica degli investimenti nel settore degli idrocarburi (v. [Figura 13](#)) si nota come il fondo sovrano norvegese abbia investito risorse sin dal 1998 con andamento crescente, fino a raggiungere un picco nel 2013 con un valore di 43.024.811.258 miliardi di dollari.

Nel biennio successivo si è registrata una lieve flessione con una successiva ripresa dal 2016 fino al 2017; nel 2018 si è verificata un'ulteriore decrescita degli investimenti.



Fonte: ns. elaborazione su dati del Norges Bank Investment Management (2018)

La strategia del *Norway Government Pension Fund Global* per il triennio 2020-2022 prosegue sulla stessa linea della strategia 2017-2019. Uno degli obiettivi è di investire in infrastrutture immobiliari ed energetiche rinnovabili.

Già a Marzo 2019, il fondo aveva annunciato un piano di disinvestimento graduale nel settore *Oil & Gas*, con l'intenzione di recedere da 134 società, liquidando una quota delle partecipazioni in società o investimenti relativi agli idrocarburi per un valore complessivo di 8 miliardi (Pagni, 2019).

Dal 5 aprile 2019, il governo norvegese ha autorizzato il fondo ad investire nel settore delle rinnovabili anche tramite investimenti in società non quotate.

Gli investimenti in energia rinnovabile sono raddoppiati passando da 7 a 14 miliardi di dollari, anche se il fondo sovrano continuerà comunque a essere investitore delle maggiori società.

A fine 2018, il fondo sovrano norvegese contava investimenti in società petrolifere, con partecipazioni del 2,45% in Shell, 2,31% in BP PLC, 2,02% in Total, 0,99% in Chevron e 0,94% in ExxonMobil.

Il fondo, alla fine del triennio 2020-2022, mira ad avere un portafoglio di investimenti nelle energie rinnovabili pari all'1% delle proprie risorse, investendo anche in società non quotate con lo scopo di migliorare il rapporto rischio-rendimento, focalizzando l'interesse in Europa e in Nord America con investimenti in attività relative all'energia eolica e solare.

La decisione di liquidare queste partecipazioni non è derivata da una spinta "ambientalista" e tanto meno per affiancare la politica contro il *climate change*, ma da considerazioni finanziarie (Pagni, 2019).

*"The Government follow the intentions in our advice from 2017. By removing exploration and production companies the goal is to make the government's wealth less vulnerable to a permanent drop in oil prices"* come affermato dal Vice Governatore *Egil Matsen* (Norges Bank Investment Management, 2018).

Lo scopo di questa scelta è ridurre l'esposizione in un settore sempre più rischioso e tutelare le risorse del fondo sovrano norvegese dal calo permanente dei prezzi del petrolio.

Il *Norway Government Pension Fund Global* ha deciso di adottare questa politica per non essere doppiamente esposta ai rischi legati all'oro nero, essendo già il maggior produttore di petrolio e gas dell'Europa occidentale e contemporaneamente un grande investitore in società petrolifere.

Questa decisione di liquidare 134 partecipazioni di società di esplorazione e produzione petrolifera è indipendente dall'attuale politica petrolifera del governo norvegese, che rimane invariata.

## Considerazioni finali

Nelle pagine precedenti abbiamo analizzato lo sviluppo dei fondi sovrani che risultano essere 115 nel 2018. La crescita di questo fenomeno all'inizio ha destato alcune preoccupazioni, tanto che sono stati creati i Principi di Santiago con lo scopo di standardizzare i comportamenti dei fondi relativamente ad alcune problematiche: una tra queste la trasparenza.

I SWF nel corso degli anni hanno aumentato la propria dimensione in termini di risorse detenute, infatti nel 2011 gestivano un attivo pari a 4,7 trilioni di dollari contro i 7,9 trilioni di dollari gestiti nel 2018. Per questo motivo, gli investimenti dei fondi hanno avuto e continuano ad avere un'influenza nel panorama finanziario internazionale.

A seguito dell'evoluzione politica ed economica del contesto internazionale i fondi sovrani hanno deciso in quali categorie, in quali settori e in quali paesi investire.

Nell'analizzare l'andamento dei SWF e il ranking mondiale, abbiamo posto l'attenzione sui principali fondi sovrani e la loro evoluzione dal 2011 al 2018, focalizzandoci poi sul fondo sovrano norvegese che si è sempre collocato nelle prime posizioni e che nel 2018 ha raggiunto il vertice.

Oggi, il *Norway Government Pension Fund Global* è il primo nel ranking mondiale stilato dal *Sovereign Wealth Fund Institute*. Il fondo norvegese, fondato nel 1990, oggi gestisce un totale attivo pari a più di mille miliardi di dollari.

Il fondo mira a diversificare gli investimenti al fine di ottenere una ripartizione del rischio e un rendimento più elevato possibile, dedicando il proprio interesse verso tre aree: *Equity*, *Real Estate* e *Fixed Income*.

Analizzando esclusivamente gli investimenti effettuati dal fondo sovrano norvegese in Italia si può notare come il fondo abbia sempre effettuato investimenti sin dal 1998, investendo esclusivamente nelle aree degli investimenti azionari e degli investimenti a reddito fisso.

Il fondo sovrano norvegese, da marzo 2019 ha deciso di avviare un piano di disinvestimento graduale nel settore *Oil & Gas*, con l'intenzione di recedere da 134 società. Per questo settore, il *Norway Government Pension Fund Global* aveva sempre dimostrato interesse sin dal 1998, fino a raggiungere nel 2018 un investimento pari a 37 miliardi di dollari.

La strategia del fondo mira a liquidare partecipazioni nel settore *Oil & Gas* e a investire in infrastrutture immobiliari ed energetiche rinnovabili. Questa decisione di liquidare le quote non deriva tuttavia da una spinta "ambientalista", ma prettamente per una motivazione finanziaria. Lo scopo è ridurre l'esposizione ai rischi legati al settore del petrolio e tutelare le risorse del fondo sovrano norvegese dal calo permanente dei prezzi del petrolio.

## Riferimenti bibliografici

ALVARO, S., e CICCAGLIONI, P., 2012. *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*. Roma: CONSOB.

ANON., 2019. Sofaz compie 20 anni. Fondo sovrano Azerbaigian: crescere in Italia. Askanews [online]. Disponibile su <[http://www.askanews.it/esteri/2019/01/29/sofaz-compie-20-anni-fondo-sovrano-azerbaigian-crescere-in-italia-pn\\_20190129\\_00232/](http://www.askanews.it/esteri/2019/01/29/sofaz-compie-20-anni-fondo-sovrano-azerbaigian-crescere-in-italia-pn_20190129_00232/)> [Data di accesso: 17/10/2019]

ANON., 2019. Transizione e investimenti, il mega-fondo sovrano norvegese accelera sulle rinnovabili. *QUALENERGIA.it* [online]. Disponibile su <<https://www.qualenergia.it/articoli/transizione-e-investimenti-il-mega-fondo-sovrano-norvegese-accelera-sulle-rinnovabili/>> [Data di accesso: 09/05/2019]

AVENDAÑO, R., e SANTISO, J., 2010. *Are Sovereign Wealth Funds' Investments Politically Biased?: A Comparison with Mutual Funds*. Parigi, OECD Development Centre.

BLUERATING ADVISORY & ASSET MANAGEMENT, 2017. Consultinvest: “Una panoramica sui fondi sovrani”. Disponibile su <<https://www.bluerating.com/fondi-e-polizze/526656/consultinvest-panoramica-sui-fondi-sovrani>> [Data di accesso: 09/05/2019]

BOLTON, P., SAMAMA, F., e STIGLITZ, J. E., 2012. *Sovereign wealth funds and long-term investing*. New York: Columbia University Press.

BORTOLOTTI, B., 2016. *La rilevanza sistemica dei fondi sovrani sui mercati finanziari internazionali. La presenza dei fondi sovrani in Italia*. Roma, 04/04/2016. Roma: CONSOB.

CASTELLI, M., e SCACCIAVILLANI, F., 2013. *New economics of sovereign wealth funds*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

CIARLONE, A., e MICELI, V., 2013. *Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale*. Roma: Banca d'Italia.

CIARLONE, A., e MICELI, V., 2014. *Are Sovereign Wealth Funds contrarian investors?* Roma: Banca d'Italia.

INTERNATIONAL FORUM OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2018. *Dealing with Disruption: IFSWF Annual Review 2017*. Disponibile su <[https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF\\_ANNUAL\\_REVIEW\\_2018.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_ANNUAL_REVIEW_2018.pdf)> [Data di accesso: 19/07/2019]

INTERNATIONAL FORUM OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2019. *Annual Review 2018*. Disponibile su <<https://www.ifswfreview.org/>> [Data di accesso: 19/07/2019]

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008. *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices*. Disponibile su <[https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)> [Data di accesso: 09/06/2019]

KAUFMANN, D., KRAAY, A., e MASTRUZZI, M., 2010. *The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues*. [online]. Disponibile su <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/3913/WPS5430.pdf?sequence=1>> [Data di accesso: 02/07/2019]

MATTOO, A., e SUBRAMANIAN, A., 2008. *Currency Undervaluation And Sovereign Wealth Funds: A New Role For The World Trade Organization*. Washington: World Bank.

MURATORE, A., 2019. *Da Porta Nuova alla Sardegna: tutti gli affari del Qatar in Italia*. INSIDEOVER [online]. Disponibile su <<https://it.insideover.com/politica/porta-nuova-alla-sardegna-tutti-gli-affari-del-qatar-italia.html>> [Data di accesso: 17/10/2019]

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, 2018. Disponibile su <https://www.nbim.no/en/> [Data di accesso: 01/08/2019]

PASCA DI MAGLIANO, R., e TERRIACA, D., 2015. *Strategie di investimento dei fondi sovrani nel nuovo scenario mondiale: opportunità per l'Europa e l'Italia* [online]. Disponibile su <https://www.ice.it/it/sites/default/files/inline-files/Rapporto%20Ice%202015%20-%20Pasca%20di%20Magliano%20%E2%80%93%20Terriaca.pdf> [Data di accesso: 02/07/2019]

PAGNI, L., 2019. Norvegia, il più grande fondo al mondo abbandona (in parte) il petrolio. *La Repubblica* [online]. Disponibile su [https://www.repubblica.it/economia/2019/03/08/news/norvegia\\_il\\_piu\\_grande\\_fondo\\_al\\_mondo\\_abbandona\\_in\\_parte\\_il\\_petrolio-221033225/](https://www.repubblica.it/economia/2019/03/08/news/norvegia_il_piu_grande_fondo_al_mondo_abbandona_in_parte_il_petrolio-221033225/) [Data di accesso: 09/05/2019]

PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, 2016. *PB 16-18 Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability*. Disponibile su <https://www.piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf> [Data di accesso: 10/07/2019]

PUATO, A., 2019. Fondi sovrani, zero soldi all'Italia nell'ultimo anno. «Non attira più». *Corriere della sera* [online]. Disponibile su <https://www.corriere.it/economia/leconomia/19-febbraio-18/fondi-sovrani-grande-gelo-sovereign-investment-lab-bocconi-investimenti-qatar-0fc92eb2-335a-11e9-8ba2-1cae66b0283a.shtml> [Data di accesso: 09/05/2019]

REISEN, H., 2008. *How to Spend It: Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds*. Parigi, OECD Development Centre.

REISEN, H., 2008. *How to Spend It: Sovereign Wealth Funds and the Wealth of Nations*. Parigi, OECD Development Centre.

ROSELLI, A., e MAZZANTINI, G., 2009. *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare?* [online]. Disponibile su

<[http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Rose/Roselli\\_Mazzantini\\_Fondi-sovrani-DEF.pdf](http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Rose/Roselli_Mazzantini_Fondi-sovrani-DEF.pdf)> [Data di accesso: 09/05/2019]

SIMONELLI F., 2019. Fondi sovrani: l'Europa attira più capitali ma l'Italia rallenta. *EXPORTIAMO.it* [online]. Disponibile su

<<http://www.exportiamo.it/aree-tematiche/14202/fondi-sovrani-l-europa-attira-piu-capitali-ma-l-italia-rallenta/>> [Data di accesso: 12/06/2019]

SOVEREIGN INVESTMENT LAB, 2016. *HUNTING UNICORNS. Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016.* [online]. Disponibile su

<<http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/e0b6bbe1-4df0-4d6c-b866-20eb5f38bac9/2016+SWF+Annual+Report.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IYfVHE7>> [Data di accesso: 18/07/2019]

SOVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE, 2018. *Top 81 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets.* [online]. Disponibile su

<<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>> [Data di accesso: 10/06/2019]

TURKISCH, E., 2011. *Sovereign Wealth Funds as Investors in Africa: Opportunities and Barriers.* Paris: OECD Development Centre.