



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Economia e Finanza

Tesi di Laurea

***I fondi sovrani: caratteristiche principali, effetti
sui mercati e regolamentazione.
Analisi del caso norvegese***

Relatore

Prof.ssa Lorian Pelizzon

Laureando

Leonardo Braga

855940

Anno accademico

2019/ 2020

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I I FONDI SOVRANI: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE PRINCIPALI.....	5
1.1 Cronistoria dei fondi sovrani dalla nascita ad oggi.....	5
1.1.1 La fase iniziale, dal 1953 al 1995	5
1.1.2 La fase di espansione, dal 1995 al 2005	7
1.1.3 L’impatto della crisi finanziaria, dal 2005 al 2008	9
1.1.4 Le risposte alla crisi e la storia recente, dal 2008 ad oggi	11
1.2 Definizione e caratteristiche dei fondi sovrani.....	16
1.3 I principali attori	21
1.4 Strategie di investimento e asset allocation	22
1.5 Il sistema di governance	27
1.6 Le principali differenze rispetto agli altri investitori	30
CAPITOLO II EFFETTI SUI MERCATI FINANZIARI E RISPOSTE ALLE CRISI FINANZIARIE	33
2.1 Effetti sui mercati finanziari	33
2.1.1 Impatto sul prezzo dei titoli azionari.....	37
2.2 Le risposte alla crisi finanziaria del 2008.....	45
2.3 Il comportamento durante la pandemia di Covid-19.....	51
2.4 Preoccupazioni per l’attività dei fondi sovrani e rischio politico	55
CAPITOLO III I PROFILI REGOLAMENTARI.....	62
3.1 La scarsa trasparenza	62
3.1.1 Il Truman Dawson Scoreboard	63
3.1.2 Il Linaburg-Maduell Index.....	65
3.2 Regolamentazione internazionale: i Principi di Santiago	68
3.3 Le linee guida per i paesi riceventi gli investimenti	76
CAPITOLO IV IL FONDO SOVRANO NORVEGESE: CARATTERISTICHE PRINCIPALI ED ANALISI DELL’INVESTIMENTO AZIONARIO INGLESE	83
4.1 La nascita e la struttura del fondo.....	83
4.1.2 L’organizzazione e la governance.....	86
4.2 La strategia d’investimento e l’asset allocation	90
4.2.1 Il mercato dell’equity	94

4.2.2 Il mercato obbligazionario.....	96
4.2.3 Gli investimenti immobiliari	98
4.2.4 Focus sugli investimenti in Italia.....	100
4.3 L'investimento responsabile	104
4.4 Analisi empirica dell'investimento azionario in Inghilterra.....	109
4.4.1 Analisi dei rendimenti.....	110
4.4.2 Analisi di market timing.....	113
4.4.3 Confronto fra i titoli.....	115
4.4.4 Focus sui 10 maggiori investimenti	119
4.4.5 Performance attribution	125
CONCLUSIONI	130
BIBLIOGRAFIA	136
SITOGRAFIA	140

INTRODUZIONE

Il seguente lavoro si prefigge l'obiettivo di fornire una panoramica completa sul fenomeno dei fondi sovrani, i quali negli anni hanno assunto sempre maggior rilevanza all'interno dei mercati finanziari. In particolare, la loro importanza si è fatta notare a cavallo della crisi finanziaria del 2008 dove hanno apportando nuovi capitali nelle società in crisi, in particolar modo nelle banche. Dal punto di vista della letteratura, prima della crisi, i fondi sovrani non erano molto considerati dagli economisti, ciò era dovuto anche al fatto che fino ad allora la loro dimensione economica non fosse molto rilevante. Nel biennio successivo lo scoppio della crisi, molti studi sono stati fatti sull'impatto che il loro operato può avere sui mercati finanziari. Un aspetto molto analizzato è stato quello delle possibili problematiche legate alla scarsa trasparenza e al rischio politico che la loro attività può comportare.

L'elaborato si suddivide in quattro capitoli dove i primi tre presentano le tematiche comuni all'insieme dei fondi sovrani, mentre l'ultimo capitolo si concentra sull'analisi di un particolare fondo sovrano, quello norvegese.

All'interno del primo capitolo vengono descritte le caratteristiche principali che accomunano i fondi sovrani, il capitolo inizia con una breve cronistoria dalla nascita del primo fondo sovrano avvenuta nel 1953 al giorno d'oggi. Fatta la premessa storica l'attenzione si sposta sulle difficoltà che ci sono state negli anni nel darne una definizione univoca in quanto rappresentano un gruppo eterogeneo di investitori. Essi si differenziano sia per l'origine delle risorse da investire sia per gli obiettivi che si prefiggono di raggiungere. Il numero di fondi sovrani esistenti tutt'oggi è pari a 94, dove troviamo nelle prime tre posizioni in ordine: il fondo norvegese, quello cinese e quello di Abu Dhabi. Il capitolo prosegue andando ad analizzare le strategie di investimento messe in atto da questi attori economici e la loro asset allocation, ponendo l'attenzione sul cambio di strategia che c'è stato negli ultimi anni. Successivamente è stata analizzata anche la struttura di governance, la quale nella maggior parte dei casi risulta essere poco chiara. Nella parte finale del capitolo è stato svolto un confronto tra i fondi sovrani e le altre tipologie di investitori per andare a

evidenziare i punti in comune e soprattutto le differenze che rendono tali veicoli di investimento unici.

Il secondo capitolo studia gli effetti che l'attività dei fondi sovrani comporta all'interno dei mercati finanziari. In particolar modo l'analisi è focalizzata sull'impatto che le acquisizioni dei fondi sovrani possono avere sui titoli azionari delle società che vengono acquistate. La seconda parte del capitolo si concentra invece su come i fondi sovrani abbiano reagito a due delle recenti crisi economiche globali: la crisi finanziaria del 2008 e la crisi più attuale dovuta alla pandemia di Covid-19. Nel primo caso, l'attenzione è posta sull'intervento che i fondi sovrani hanno messo in atto soprattutto nel mercato finanziario americano per sostenere le società che erano entrate in profonda crisi. Nel secondo caso, la crisi è tutt'ora in corso e di conseguenza l'analisi è focalizzata sui primi mesi seguenti lo scoppio della pandemia andando a verificare il comportamento tenuto dai fondi sovrani all'interno dei mercati finanziari.

L'ultima parte del secondo capitolo è incentrata sulle preoccupazioni che accompagnano l'attività dei fondi sovrani in quanto essi rappresentano un investitore caratterizzato nella maggior parte dei casi da scarsa trasparenza. In questa sezione l'interesse è focalizzato sul possibile rischio politico delle scelte dei fondi sovrani in termini di investimento in quanto è presente il timore che in alcuni casi gli investimenti siano guidati più da motivazioni politiche che economiche.

Il terzo capitolo, di carattere regolamentare inizia con un focus sulla scarsa trasparenza che caratterizza i fondi sovrani. L'analisi si basa su due indici di trasparenza, quello di Truman e quello di Linaburg-Maduell. Il capitolo continua presentando la regolamentazione esistente in tema di fondi sovrani, analizzando le regole fissate dal Fondo Monetario Internazionale attraverso i Principi di Santiago. In seguito, viene esposta la regolamentazione indirizzata ai paesi che ricevono gli investimenti dei fondi sovrani affinché essi non ostacolino in modo eccessivo la libera circolazione dei capitali, in questo caso l'onere è spettato all'Ocse.

Il quarto ed ultimo capitolo, come già detto, rappresenta un'analisi del fondo sovrano norvegese. La prima parte del capitolo si basa sulle caratteristiche principali del fondo sovrano partendo dalla scoperta del petrolio in Norvegia arrivando fino ad oggi, dove il fondo sovrano norvegese rappresenta l'attore più grande al mondo in termini di ricchezza gestita. La scelta di analizzare il caso norvegese è stata dettata sia dal fattore appena annunciato sia dal fatto che rappresenta uno dei fondi sovrani più trasparenti e meglio organizzati. Lo studio del fondo parte dalla struttura, in particolar modo viene presentato il sistema chiaro di governance che lo caratterizza. In seguito, sono state analizzate la strategia di investimento e l'asset allocation del fondo andando inoltre a svolgere un focus sugli investimenti in Italia.

La seconda parte del capitolo offre un approfondimento sull'investimento etico, caratteristica che distingue il fondo sovrano dagli altri, evidenziando come l'aspetto soprattutto ambientale sia molto importante per il governo di Oslo.

La parte finale del capitolo rappresenta la sezione più analitica dell'intero elaborato, infatti, si va ad analizzare il comportamento del fondo sovrano all'interno del mercato azionario inglese attraverso dati empirici. L'analisi è svolta confrontando il portafoglio di azioni possedute dal fondo sovrano che appartengono all'indice di mercato FTSE 100 rispetto allo stesso indice per un periodo che va da settembre 2015 ad agosto 2020. Lo studio è svolto in cinque parti: la prima confronta i rendimenti ottenuti dal portafoglio del fondo con quelli dell'indice di mercato FTSE 100. La seconda è un'analisi svolta a verificare se ci sia presenza di market timing da parte del fondo sovrano. La terza area di analisi presenta un confronto tra i titoli in cui ha investito il fondo e quelli appartenenti all'indice FTSE 100, nel mese di marzo 2020, per attribuire alle singole azioni le differenze di performance. La quarta sezione è composta da un focus sui dieci maggiori investimenti azionari inglesi da parte del fondo sovrano con l'obiettivo di verificare come il fondo si sia comportato in questo 2020 caratterizzato dalla crisi dovuta alla pandemia di Covid-19. Infine, l'ultima parte si concentra su un'analisi di performance attribution svolta sempre nel mese di marzo 2020 e andando a considerare tre differenti tipologie di performance attribution: una basata sui settori,

una sulla capitalizzazione delle società e una sullo stile azionario delle aziende in cui il fondo sovrano ha investito.

CAPITOLO I I FONDI SOVRANI: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE PRINCIPALI

Prima di poter affrontare il tema dei fondi sovrani di investimento e le diverse caratteristiche che possiedono, è giusto cercare di darne una definizione.

In modo molto generico, un fondo sovrano, o in inglese *Sovereign Wealth Fund*, abbreviato SWF, è un fondo di investimento posseduto dallo Stato che lo ha creato. Questa definizione è molto approssimativa, infatti negli anni sono state coniate diverse definizioni dettagliate in base alle differenti caratteristiche che i fondi assumono. Come si vedrà nel proseguo del capitolo verranno presentate le diverse caratteristiche basate principalmente sulla derivazione del denaro investito e sugli scopi che i SWF hanno.

1.1 Cronistoria dei fondi sovrani dalla nascita ad oggi

Il fenomeno dei fondi sovrani è abbastanza recente, infatti solo negli ultimi anni hanno assunto una grande importanza all'interno dei mercati finanziari e degli equilibri politici internazionali, in particolar modo a seguito della crisi finanziaria del 2007-08.

Il periodo storico che va dalla nascita del primo SWF ad oggi, può essere suddiviso in quattro sottoperiodi differenti:

1. Dal 1953 al 1995, definito come la fase iniziale;
2. Dal 1995 al 2005, fase di espansione;
3. Dal 2005 al 2008, cambio di prospettiva e l'approccio alla crisi finanziaria;
4. Dal 2008 ad oggi, le risposte alla crisi finanziaria e la regolamentazione.

1.1.1 La fase iniziale, dal 1953 al 1995

La prima fase inizia con la nascita del primo fondo sovrano nel 1953, la Kuwait Investment Authority, un'autorità creata dal governo del Kuwait con lo scopo di reinvestire i guadagni derivanti dalla vendita del petrolio in modo tale da coprire l'economia dello stato dalla volatilità del prezzo del petrolio. All'epoca gli investimenti

erano molto semplici, basati quasi esclusivamente in titoli a reddito fisso con basso rischio.

Altro fatto di cronaca da segnalare in questo periodo è la nascita nel 1956 di un nuovo SWF, il Revenue Equalization Reserve Fund, il quale venne creato dall'amministrazione coloniale britannica delle isole Gilbert per investire i guadagni derivanti dalle miniere di fosfato.

La vera svolta avviene però negli anni Settanta, dovuta principalmente al forte aumento del prezzo del petrolio che passò da circa 5 dollari al barile a quasi 35 in concomitanza con la rivoluzione Khomeinista. Questo forte aumento di prezzo fece salire vertiginosamente i ricavi dei paesi produttori ed esportatori di petrolio, tali guadagni vennero utilizzati per creare fondi sovrani.

Tra i primi paesi a sfruttare la scia dell'aumento del prezzo del greggio furono gli Emirati Arabi che diedero vita nel 1976 all'Abu Dhabi Investment Authority e il Kuwait, con il secondo fondo chiamato Future Generation Fund, sempre nello stesso anno. L'obiettivo era lo stesso, riuscire a reinvestire gli ingenti guadagni dovuti alla vendita del petrolio per coprirsi da un eventuale esaurimento della materia prima, e soprattutto per proteggere il benessere economico della popolazione ed aumentare il potere delle famiglie sovrane che governavano questi paesi.

Sempre l'aumento del petrolio portò alla nascita di SWF anche nei paesi sviluppati, nel 1976 nacque l'Alaska Permanent Fund Corporation negli Stati Uniti e l'Alberta's Heritage Fund in Canada.

In questi anni nascono anche fondi sovrani che derivano la loro ricchezza da fonti diverse dal petrolio, il primo di questi paesi è lo stato di Singapore, il quale nel 1974 crea il Temasek Holdings, mentre nel 1981 dà vita al Government Investment Corporation. La nascita di questi due fondi è dovuta principalmente alla crescita economica dell'intera città-stato ed alla generazione di surplus valutari.

Gli ultimi due decenni del secolo scorso sono stati caratterizzati da due fenomeni economici internazionali: la crisi del prezzo del petrolio negli anni Ottanta e la forte crescita della globalizzazione negli anni Novanta.

Il crollo del prezzo del petrolio e le seguenti oscillazioni crearono la convinzione all'interno dei governi dei paesi produttori di greggio che i loro guadagni non potessero dipendere unicamente dalla produzione di petrolio, ma c'era la necessità di diversificare la propria ricchezza. Fu in questi anni che vennero creati lo State General Reserve Fund dell'Oman, nel 1980, la Libyan Arab Foreign Investment Company nel 1981, la Brunei Investment Agency nel 1983, l'Abu Dhabi International Petroleum Investment Company nel 1984 e il Norwegian Government Pension Fund nel 1990.

Il fenomeno della globalizzazione ebbe incidenza sulla crescita del fenomeno dei fondi sovrani in quanto divenne più semplice trasferire capitali all'estero. Ciò portò alla creazione di squilibri a livello internazionale in quanto le bilance commerciali dei diversi paesi iniziarono ad aumentare. Da un lato c'erano i paesi importatori che presentavano bilance negative, per esempio gli Stati Uniti, e altri stati che essendo forti esportatori avevano accumulato un saldo positivo di bilancia commerciale, come per esempio la Cina.

1.1.2 La fase di espansione, dal 1995 al 2005

La seconda fase è caratterizzata da diverse crisi valutarie che colpiscono le economie dei paesi emergenti, questo ha portato i governi di tali paesi ad aumentare le riserve in valuta così da poter affrontare possibili crisi future. Questi stati, di conseguenza, hanno iniziato ad avere avanzi di partita corrente e un accumulo di riserve superiore ai canoni prudenziali. Un dato fornito dal Fondo Monetario Internazionale che fa capire la portata di questo cambio di rotta sulla politica monetaria degli stati emergenti è il forte aumento delle riserve in valuta di tali paesi le quali passarono da 750 miliardi di dollari del 1995 a 5400 miliardi di dollari del 2008.

Questi paesi si trasformarono da paesi importatori netti di capitali a paesi esportatori netti di capitali, in particolar modo, ciò avvenne per i paesi che avevano economie basate sull'esportazione di beni, come la Cina la quale poté sfruttare anche un tasso di cambio basso grazie alla politica monetaria attuata dalla propria banca centrale.

L'eccessiva accumulazione di riserve in valuta ha portato a degli squilibri nel mercato finanziario, creando dei problemi anche all'economia domestica dei paesi in quanto l'aver molte riserve in valuta andava a ridurre gli investimenti interni. Fu proprio questo a spingere i paesi con elevati surplus valutari a ricercare nuovi veicoli per investire tali ricchezze. Così nacque il fondo sovrano cinese nel 1997, la SSAFE Investment Company, mentre nell'anno successivo fu creato la Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio ed infine nel 2005 la Korea Investment Corporation.

Molti paesi asiatici hanno accumulato in questo periodo ingenti riserve valutarie, alcuni di essi solo negli ultimi anni hanno dato vita a dei veicoli di investimento, mentre i paesi del Golfo hanno iniziato fin da subito a far confluire i guadagni derivanti dalla vendita del petrolio e del gas in fondi sovrani di investimento. Questa scelta fu dettata dalla ricerca di un rendimento maggiore per i propri investimenti rispetto a quanto fatto con le riserve in valuta.

Questa strategia è stata spinta soprattutto dal forte aumento del prezzo del greggio avvenuto nei primi anni del nuovo millennio che vide il prezzo passare da 20 dollari al barile di fine anni Novanta a 60 dollari al barile nel 2005.

In quegli anni vennero creati molti nuovi fondi sovrani la cui fonte di ricchezza era collegata alle risorse energetiche, petrolio e gas in primis. Tra questi si possono citare lo State Oil Fund dell'Azerbaijan nato nel 1999, il Revenue Fund dell'Algeria e il fondo nazionale del Kazakistan nati nel 2000 e il fondo Mudabala di Abu Dhabi nato nel 2002. Nel 2004 venne creato il fondo russo Oil Stabilization Fund e nel 2005 la Qatar Investment Authority.

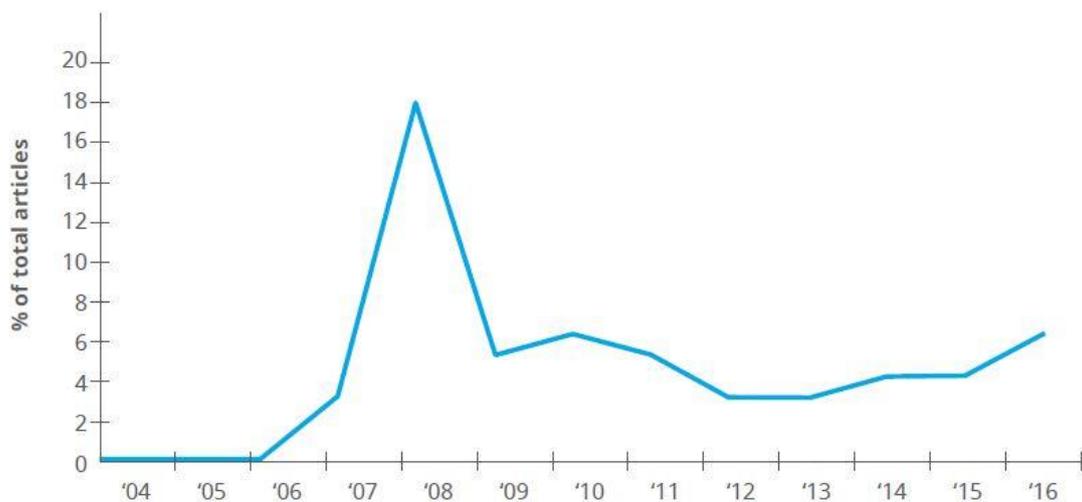
Arrivati al 2005, si potevano contare all'incirca 60 fondi sovrani con un totale di asset gestiti pari a 895 miliardi di dollari.

1.1.3 L'impatto della crisi finanziaria, dal 2005 al 2008

La terza fase racchiude un periodo cruciale nella storia dei fondi sovrani, in quanto rappresenta il momento in cui tali veicoli di investimento hanno assunto una forte rilevanza a livello mondiale.

Nel triennio dal 2005 al 2008 i fondi sovrani hanno iniziato ad avere un forte eco mediatico, dovuto al fatto che molte istituzioni ed economisti iniziarono ad avvertire l'importante influenza che tali organizzazioni avevano sul mercato finanziario mondiale. Questo, in particolar modo, è dovuto all'importanza che i fondi sovrani hanno avuto nel contrastare la crisi finanziaria creatasi nel biennio 2007-2008. La Figura 1.1 mostra come dal punto di vista giornalistico ci sia stata un'impennata di articoli dedicati a questi veicoli di investimento nel periodo dello scoppio della crisi.

Figura 1.1 Numero di articoli dedicati ai SWF



FONTE: The New York Times Chronicle

Un fatto rilevante di questa fase è che per la prima volta viene coniata l'espressione Sovereign Wealth Fund, da Andrew Rozanov di State Global Advisor, in quanto era sorta la necessità di distinguere tali fondi dalle istituzioni già consolidate quali fondi pensione pubblici e riserve valutarie.

Fu proprio il crescere della rilevanza dei SWF a spingere molti esperti ad approfondire l'argomento con analisi e ricerche. Essenzialmente possono essere identificate tre principali motivazioni dell'aumento della visibilità dei fondi sovrani:

La prima riguarda come già visto precedentemente il forte accumulo di riserve valutarie di alcuni paesi e il forte aumento del prezzo del petrolio che passò dai 60 dollari al barile del 2005 ai 147 dollari del 2008.

La seconda motivazione è data dal forte incremento del numero di fondi presenti nel mondo, in particolar modo, la crescita è stata forte nei paesi emergenti. Proprio in questi anni nascono i fondi sovrani di Taiwan, Thailandia, India e Bolivia, mentre per i paesi più sviluppati si vede la creazione dei SWF del Canada e del Brasile.

Infine, la terza spiegazione risale al fatto che i fondi sovrani hanno iniziato ad aumentare fortemente il numero delle transazioni dall'inizio del 2007, basti pensare che tra l'inizio del 2007 e la metà del 2008 si sono verificate i due terzi del totale delle transazioni svolte a partire dal 1995.

Oltre a queste tre cause ci furono due orientamenti di tipo macroeconomico che fecero confluire i patrimoni dei fondi verso determinate aree geografiche e settoriali.

La prima tendenza riguardò il cambio di prospettiva da parte dei SWF, i quali fino ad allora investivano prevalentemente in Asia, mentre dal 2005 in poi cambiarono rotta investendo ingenti somme in Europa e negli Stati Uniti. Un dato rende più chiaro questo cambiamento, nel decennio dal 1994 al 2004 i fondi sovrani investivano meno di 15 miliardi di dollari in Asia e meno di un miliardo altrove. Nel 2008, 3,5 miliardi di dollari erano destinati all'Asia mentre l'Europa e gli Stati Uniti erano destinatari rispettivamente di 11 e 30 miliardi di dollari. In meno di due anni l'Europa vide arrivare dai fondi sovrani 26 miliardi mentre gli Stati Uniti 64 miliardi di dollari.

La seconda tendenza invece era di carattere settoriale, ovvero nella strategia dei SWF il settore che attirava maggiormente capitali era quello finanziario, dove in soli due anni sono stati investiti 92 miliardi di dollari, in particolar modo negli Stati Uniti i quali erano stati appena colpiti dalla crisi dei subprime. Il motivo per cui i fondi sovrani erano così propensi all'investimento in tale settore era dovuto a diverse motivazioni, la prima riguardava il fatto che si attendevano elevati rendimenti in scia a quanto il mercato finanziario americano aveva fatto nel quinquennio 2001-2006. Secondo, con l'avvento

della crisi molte istituzioni finanziarie erano quotate a prezzi molto convenienti ed infine, il settore finanziario veniva visto come un settore strategico per lo sviluppo dei paesi emergenti sfruttando anche la globalizzazione che era in atto in quel momento.

In questi anni, a seguito della crescita della rilevanza dei fondi sovrani, le istituzioni governative dei diversi paesi ed anche quelle sovranazionali iniziarono a delineare alcune tendenze.

La prima riguardò la preoccupazione da parte delle istituzioni nei confronti dei SWF in quanto molti capitali stavano arrivando a società strategiche all'interno dei paesi destinatari. Questa preoccupazione era guidata da due fattori: il primo si basava sul fatto che la maggior parte dei fondi sovrani non erano trasparenti, mentre la seconda si fondava sul fatto che la maggior parte dei SWF erano posseduti da stati i cui sistemi di governo non erano democratici.

La seconda propensione che prese piede in quegli anni emerse con lo scoppio della crisi finanziaria, verso la fine del 2008, ed era totalmente contraria alla prima, ovvero molti paesi iniziarono ad incentivare l'arrivo di capitali da parte dei fondi sovrani così da poter ricapitalizzare molte società, in particolar modo nel mondo bancario dove le banche erano state l'epicentro della crisi.

Infine, la terza tendenza riguardava le istituzioni sovranazionali come la Commissione Europea, le quali iniziarono a varare delle prime regolamentazioni per garantire un certo controllo sull'operato dei fondi sovrani. Si iniziò proprio nel 2008 a parlare dei principi di Santiago, i quali verranno analizzati nel dettaglio all'interno del terzo capitolo.¹

1.1.4 Le risposte alla crisi e la storia recente, dal 2008 ad oggi

La quarta, ed ultima fase, riguarda gli anni che vanno dalla crisi finanziaria del 2008 fino ad oggi. Come visto precedentemente, la crisi dei subprime degli Stati Uniti che poi è

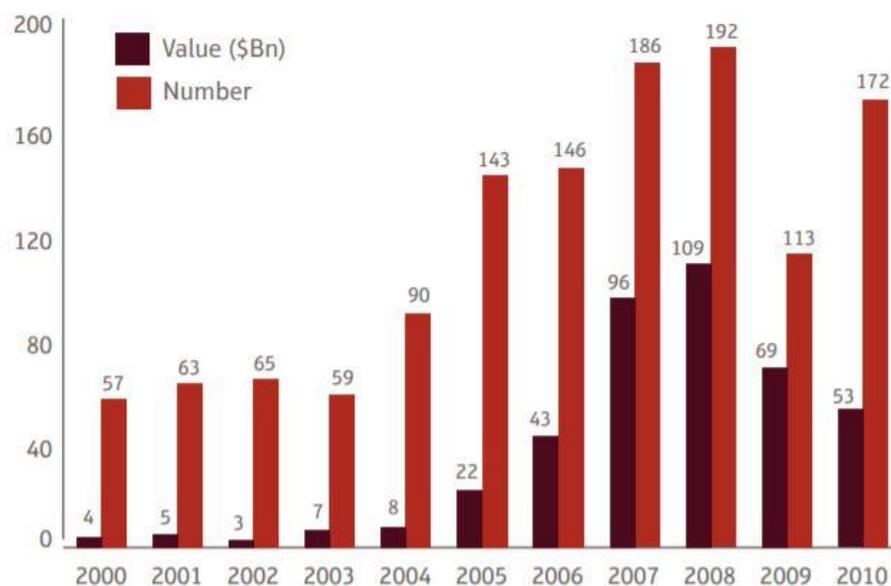
¹ Quadro Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?* Il Mulino, Bologna, 2009

sfociata in una crisi mondiale, ha segnato un punto fondamentale per la storia dei fondi sovrani. Con lo scoppio della crisi la loro importanza è cresciuta drasticamente grazie ad un costante aumento della ricchezza accumulata da tali veicoli di investimento, e soprattutto grazie al fatto che hanno avuto un ruolo rilevante nella fase successiva allo scoppio della crisi finanziaria, aiutando diverse società soprattutto del settore bancario.

I fondi sovrani sono intervenuti in aiuto delle banche con aumenti di capitale, per esempio Citigroup ha beneficiato di un investimento di 17,3 miliardi di dollari da parte del fondo ADIA di Abu Dhabi, di quello di Singapore e di quello coreano. Anche Barclays ha ricevuto 10,2 miliardi di capitali dal fondo qatariota, mentre il China Investment Corporation ha investito 6,8 miliardi di dollari in Morgan Stanley.

Nella Figura 1.2 si può notare come negli anni della crisi sia aumentata fortemente l'attività dei fondi sovrani sui mercati finanziari, sia in termini di numero di operazioni che di valore.

Figura 1.2 Investimenti dei SWF nel periodo 2000-10



FONTE: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

A partire dal 2010, per contrastare la crisi finanziaria, le principali banche centrali mondiali hanno messo in atto una politica monetaria non convenzionale caratterizzata da una forte immissione di liquidità nel mercato finanziario e un conseguente

abbassamento dei tassi di interesse. Accanto alle scelte di politica monetaria, i primi anni del secondo decennio hanno visto un rallentamento dei prezzi delle materie prime come petrolio e gas naturale e una frenata alle esportazioni dovute al calo della domanda. Questi due fattori sono esattamente le fonti di ricchezza dei fondi sovrani, motivo per cui anche tali istituzioni hanno raggiunto un punto di flesso nella propria crescita.

La situazione creatasi, ha portato ad una svolta anche sul piano dell'asset allocation in quanto a causa dei bassi tassi d'interesse, per ricercare rendimenti migliori i SWF hanno riallocato i propri capitali verso investimenti più rischiosi e più redditivi, come il mercato azionario e verso mercati illiquidi come quello immobiliare.

Un altro evento che ha segnato la storia dei fondi sovrani in questi anni è stato il forte crollo de prezzo del petrolio del 2014 il quale indusse gli stati del Golfo ad avviare delle politiche di austerità mai viste fino a quel momento. In particolar modo, gli stati che possedevano un fondo sovrano hanno ritirato capitali dal proprio fondo per poter attenuare i vincoli di bilancio, mentre altri paesi come il Qatar, date le preoccupazioni derivanti dal mercato del greggio hanno iniziato a ribilanciare il proprio portafoglio diminuendo gli investimenti nelle attività illiquide.

Dal biennio 2014-2016, i fondi sovrani hanno iniziato ad investire fortemente nella fase iniziale della vita delle società High tec, investendo in tale periodo 19,8 miliardi di dollari. È salito agli onori di cronaca l'investimento da 3,5 miliardi di dollari da parte del fondo saudita in Uber.²

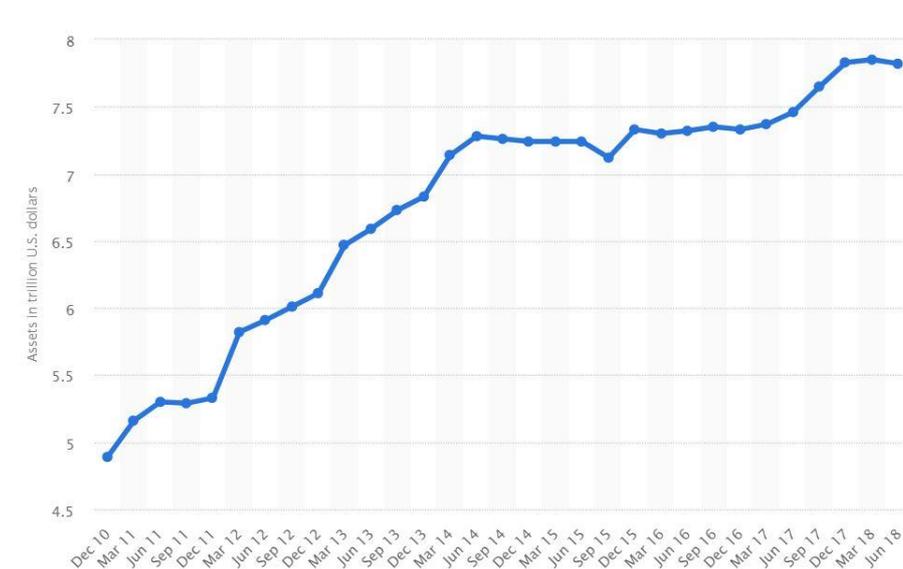
Negli ultimi anni invece, la tendenza è tornata ad essere quella di allocare una buona quota della propria ricchezza in attività illiquide, soprattutto investimenti di tipo immobiliare. Questo è possibile grazie al fatto che i fondi sovrani sono investitori di lungo periodo e di conseguenza hanno la capacità di affrontare anche periodi di

² Il sole 24 ore, I sauditi scommettono su Uber: investimento record da 3,5 miliardi di dollari, 2 giugno 2016

instabilità, quanto detto è confermato dal fatto che i SWF si stanno lanciando sempre più anche verso i mercati del private equity e del venture capital.³

Per quanto riguarda i dati economici, come si può vedere facilmente dalla Figura 1.3, nell'ultimo decennio c'è stato un aumento dei capitali gestiti dai fondi sovrani, in particolar modo la crescita è stata repentina negli anni che vanno dal 2010 al 2014. In questo periodo superate le perdite dovute alla crisi dei subprime, il mercato dei fondi sovrani ha ricominciato a salire fino ad arrivare a quasi ottomila miliardi di capitale gestito a giugno del 2018.

Figura 1.3 Attivo dei SWF dal 2010 al 2018



FONTE: Statista

In questa fase analizzata, c'è stata una forte regolamentazione da parte delle istituzioni sovranazionali in primis e poi anche dalle istituzioni nazionali nei confronti dei SWF. L'attenzione da parte dei regolatori è dovuta al fatto che l'importanza assunta da questi attori economici all'interno dei mercati finanziari mondiali poteva portare a degli squilibri finanziari in quanto alcuni fondi sovrani hanno raggiunto una rilevanza sistemica ed a questo si accompagna il fatto che la maggioranza dei governi proprietari di questi fondi si basano su principi non democratici. Di conseguenza sussiste il timore

³ IFSWF Annual Review 2017: Dealing with Disruption

che gli investimenti svolti dai SWF siano guidati non solo da una natura economica ma anche da quella politica.⁴

Fu così che a livello internazionale, partendo da un gruppo di lavoro formato da elementi del Fondo Monetario Internazionale e dall'International Working Group of Sovereign Wealth Fund, vennero emanati i 24 articoli che compongono i Principi di Santiago, i quali si basano su valori come la trasparenza, la governance ed una maggiore chiarezza per quanto riguarda le strategie di investimento.

Un altro organo sovranazionale entrò in campo nella regolamentazione verso la metà del 2009, l'OCSE, il quale si focalizzò sulle modalità con cui gli stati destinatari dei fondi dovessero comportarsi.

Affianco alla regolamentazione internazionale poi, ogni stato ebbe delle libertà legislative in materia di fondi sovrani, per esempio negli Stati Uniti venne emanato il Finsa, ovvero il Foreign Investment and National Security Act che attribuiva determinati poteri al Presidente degli Stati Uniti in materia di investimenti esteri.⁵

Contemporaneamente, dall'altra parte dell'oceano, l'Unione Europea approvò il A Common European Approach to Sovereign Wealth Fund, il quale era basato su due fondamentali: l'impegno da parte delle istituzioni europee a mantenere un mercato aperto agli investimenti esteri, ma al tempo stesso si prefiggeva di collaborare con le istituzioni internazionali nel regolamentare l'operatività dei fondi sovrani in termini di trasparenza e governance.

Per quanto riguarda l'Italia, si trovava in una situazione complicata in quanto necessitava fortemente dei fondi che arrivavano dai SWF ma allo stesso tempo aveva bisogno di una regolamentazione per poter proteggere i propri settori strategici. La strategia italiana era basata principalmente nel mantenere dei rapporti diplomatici, cercando di difendere attraverso la moral suasion nei confronti dei fondi sovrani

⁴ Lossani M, Bertoni F., Chiarlone S., *Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010

⁵ Savona P., Regola P., *Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale*, Rubbettino, 2009

l'acquisizione di aziende strategiche nel nostro paese. Venne così delegata a Cassa depositi e prestiti un'attività di tutela dell'economia italiana.

1.2 Definizione e caratteristiche dei fondi sovrani

Arrivare ad una definizione univoca di cosa sia un fondo sovrano di investimento non è una cosa semplice in quanto tali istituzioni sono molto eterogenee per struttura e modus operandi.

Negli anni sono state coniate diverse definizioni accumulate da fattori comuni, la prima volta che venne creata la dicitura Sovereign Wealth Fund fu nel 2005 grazie ad Andrew Rozanov.

Come punto di partenza viene usata la definizione data dall'International Forum of SWF del 2008 al quale prese parte anche il Fondo Monetario Internazionale, da qui ne uscì la prima vera definizione di fondo sovrano di investimento. Un SWF può essere definito come uno speciale veicolo di investimento di proprietà dei governi, creato dagli stessi per fini macroeconomici. Essi gestiscono e amministrano la propria ricchezza per raggiungere determinati obiettivi finanziari, utilizzando diverse strategie di investimento tra cui l'investimento in attività estere.⁶

Tale definizione lascia fuori dal confine le riserve in valuta detenute dalle banche centrali, le società di proprietà pubblica e i fondi pensione pubblici.

Dato che la definizione rimane molto generica, per poter indentificare diversi attori finanziari sotto il nome di fondi sovrani ci sono, secondo la letteratura economica, cinque criteri da rispettare per decretare un fondo di investimento come un fondo sovrano:

1. La proprietà del fondo deve essere in mano al governo dello stato che lo ha fondato, o almeno ad un'entità subnazionale come nel caso dei fondi degli stati federali statunitensi, quali l'Alaska, il Wyoming, il New Messico e l'Alabama;

⁶ IFSWF Annual Review 2017: Dealing with Disruption

2. Devono essere amministrati in modo indipendente rispetto ad altre istituzioni finanziarie statali, quali le riserve ufficiali delle banche centrali, e gestite con strategie differenti ricercando premi per il rischio maggiori a seguito dei rischi più elevati che vengono affrontati;
3. Altro fattore caratterizzante deve essere il basso livello di indebitamento e la mancanza di prelievi nel breve periodo. Per quanto riguarda la leva finanziaria in genere i fondi sovrani presentano un livello basso, a ciò va però aggiunto il fatto che sono istituzioni a cui è consentito l'investimento in fondi di private equity e in hedge fund, i quali invece mostrano un livello di leva finanziaria maggiore. Attraverso tali investimenti la leva finanziaria indiretta dei SWF aumenta⁷;
4. Devono investire in assets che diano rendimenti superiori a quelli privi di rischio, ciò diventa fondamentale nel caso dei fondi sovrani che sfruttano il trasferimento di capitali derivanti dalle riserve in valuta delle proprie banche centrali, nelle quali il governo ha il costo dovuto all'indebitamento formato dalle emissioni di titoli di debito;
5. Devono avere un'importante porzione della propria ricchezza allocata all'estero.⁸

Definiti i cinque criteri sovrastanti, a questo punto si possono classificare i fondi sovrani in base a due principi fondamentali:

- La provenienza della ricchezza da investire;
- Lo scopo per il quale il fondo è stato istituito.

Per quanto concerne il primo criterio, la classificazione in base alla provenienza dei capitali si suddivide in due principali categorie:

- Fondi commodity, i quali derivano la loro ricchezza dalle vendite delle materie prime di cui il paese creatore del fondo dispone. La maggior parte dei fondi

⁷ Quadro Curzio, Miceli V., *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?* Il Mulino, Bologna, 2009

⁸ Monitor Group, *Weathering the Storm*, SWF Annual Report 2008

appartenenti a questa tipologia creano la loro ricchezza dalla vendita di petrolio e gas naturale. Questa categoria rappresenta la maggioranza dei fondi sovrani esistenti, tra questi si possono citare i fondi del Medio Oriente e quello Norvegese.

- Fondi non commodity, derivano la loro disponibilità economica dai surplus della bilancia commerciale o da privatizzazioni e proventi fiscali. Tra questi i primi da citare sono il fondo sovrano cinese e quello di Singapore.

Dal punto di vista degli scopi perseguiti invece, sono stati identificati dal Fondo Monetario Internazionale cinque tipologie:

- I. Fondi di stabilizzazione, i quali appartengono ai paesi che dispongono di ingenti disponibilità di risorse non rinnovabili, in particolar modo, petrolio. Lo scopo della nascita dei fondi sovrani in questi stati è quello di sfruttare gli investimenti del fondo per stabilizzare ed abbassare la volatilità dei guadagni derivanti dalla vendita delle materie prime. Infatti, le risorse naturali come il petrolio sono vittime di periodi di forte rialzi e di forti ribassi, è proprio nel secondo caso che i governi di tali paesi sfruttano la ricchezza dei loro fondi per attingere capitali al fine di compensare le perdite dovute al crollo del prezzo del petrolio.

I fondi di stabilizzazione agiscono in questo modo per due motivi, il primo riguarda il fatto che così facendo cercano di ridurre un possibile boom economico dovuto all'incremento della spesa pubblica a seguito dell'aumento dei prezzi delle materie prime evitando una spirale inflazionistica nel tasso di cambio. La seconda motivazione concerne il fatto di utilizzare i rendimenti maturati dagli investimenti per evitare il ricorso a politiche fiscali restrittive nei momenti in cui i prezzi delle materie prime dovessero calare.⁹

⁹ Chiarlone S., Ferri G., Bertoni F., Goldstein A., Drezner D., Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Osservatorio monetario n. 3/2008

- II. Fondi di risparmio, in questo caso l'obiettivo è quello di reinvestire i guadagni derivanti dalla vendita delle risorse naturali non rinnovabili a vantaggio delle future generazioni. In questo modo nel momento in cui tali risorse non dovessero essere più disponibili e di conseguenza perdere i guadagni derivanti dalla vendita di tali risorse, le future generazioni potranno comunque beneficiare della ricchezza del fondo sovrano creato.
- III. Società di investimento delle riserve, sono fondi in cui la loro ricchezza può essere valutata come riserve ufficiali, ma a differenza di queste vengono gestite separatamente ed investite in attività più redditizie in quanto non seguono i criteri prudenziali che solitamente vengono seguiti nella gestione delle riserve.
- IV. Fondi di sviluppo, hanno l'obiettivo di finanziare progetti di carattere sociale o di promuovere determinate politiche industriali. Questa tipologia di fondi investe la propria ricchezza anche nella creazione di nuove società ed inoltre corre in aiuto nel gestire e far crescere le aziende a partecipazione pubblica dello stato a cui il fondo appartiene.
- V. Fondi pensione, il cui scopo è quello di rafforzare il sistema pensionistico dello stato a cui appartengono, facendo così gravare meno la spesa pensionistica sul bilancio pubblico.

La differenza tra i vari fondi sovrani però, non è sempre così netta come appena descritto, ovvero alcuni SWF possono avere più di una finalità, mentre altri possono cambiare il proprio mandato in corsa. Quest'ultimo è il caso del fondo sovrano russo il quale nacque come fondo di stabilizzazione mentre ora il suo obiettivo è quello di un fondo di risparmio.

Una considerazione che si può fare, è inerente alle combinazioni che sorgono tra la tipologia di provenienza della ricchezza e gli scopi che si prefiggono di raggiungere i fondi sovrani.

Generalmente si può notare come i fondi commodity, ovvero quelli che derivano la propria ricchezza dalla vendita di materie prime, hanno la tendenza ad essere fondi con scopi di stabilizzazione o risparmio. La tipologia di fondi che hanno lo scopo di

essere società di investimento delle riserve invece, sono solitamente fondi di tipo non commodity. Infine, i fondi di sviluppo e quelli di tipo pensionistico possono derivare la propria ricchezza sia dalla vendita di materie prime che da surplus della bilancia commerciale.

Queste diversità si riflettono inoltre nelle strategie di investimento, dove i fondi di stabilizzazione saranno maggiormente propensi a detenere investimenti liquidi e con un orizzonte temporale più ridotto, mentre i fondi con scopo di risparmio investiranno in asset meno liquidi e con un orizzonte di investimento di lungo termine.

Tale disomogeneità nelle caratteristiche influenza anche l'assetto giuridico dei fondi sovrani, infatti, alcuni di essi hanno una propria personalità giuridica separata dal governo, mentre altri fondi sono classificati come un insieme di attività di proprietà del governo, in quest'ultimo caso sarà il Ministero delle Finanze ad esserne responsabile o la banca centrale del paese.

La mancanza di una precisa definizione dei fondi sovrani in grado di poterli distinguere in modo univoco da altri soggetti economici può creare dei problemi, il caso più complicato riguarda i fondi pensione pubblici i quali secondo alcune definizioni rientrano nel concetto di fondi sovrani mentre in altre sono esclusi. Questo comporta un importante problema sul piano giuridico in quanto sarebbe importante avere una definizione non solo di carattere economico ma anche dal punto di vista giuridico, così da creare una precisa regolamentazione autonoma per i SWF.

Dal lato giuridico un fattore che preoccupa particolarmente gli stati ospitanti, è quello delle acquisizioni da parte di fondi sovrani di partecipazioni importanti nei propri settori strategici, con l'obiettivo non solo economico di ricercare un rendimento dal proprio investimento ma anche di acquistarne il controllo e il Know how. Per far fronte a questo problema allora la definizione di cosa sia un fondo sovrano dovrebbe essere la seguente:

“Fondi costituiti e gestiti direttamente dallo Stato, o comunque controllati dallo Stato,

che hanno molteplici strategie di investimenti, tra cui quella di acquisire azioni di imprese quotate sui mercati internazionali che operano in settori ritenuti strategici dagli stati ospitanti”.¹⁰

Questa definizione da un certo punto di vista si mostra molto vasta e generica così da non escludere alcuna delle tipologie di fondi sovrani viste precedentemente, allo stesso tempo si rivela essere una definizione precisa per quanto concerne il caso in cui i fondi sovrani acquisiscono partecipazioni strategiche nei paesi in cui vanno ad investire.

1.3 I principali attori

Al giorno d’oggi i fondi sovrani rappresentano un rilevante veicolo di investimento all’interno dei mercati finanziari globali, ciò è dovuto alla ricchezza che hanno in gestione la quale nel 2019 ha raggiunto gli 8,4 mila miliardi di dollari. Nella Figura 1.4 vengono riportati i primi dieci fondi sovrani del mondo per ricchezza gestita.

Figura 1.4 Primi 10 SWF per asset gestiti

Sovereign Wealth Fund*	Assets under Management (\$bn, US dollars)	Country	Established
1. Government Pension Fund Global	1,047.05	NORWAY	1990 ●
2. China Investment Corporation	940.60	CHINA	2007 ○
3. Abu Dhabi Investment Authority	745.00	UAE	1976 ○
4. State Administration of Foreign Exchange	690.00	CHINA	1997 ●
5. Hong Kong Monetary Authority - Exchange Fund	529.43	HONG KONG SAR (CHINA)	1993 ●
6. Kuwait Investment Authority	527.00	KUWAIT	1953 ○
7. Saudi Arabian Monetary Authority - Reserve Assets	512.14	SAUDI ARABIA	1952 ●
8. National Social Security Fund	437.90	CHINA	2000 ●
9. GIC	407.00	SINGAPORE	1981 ○
10. Qatar Investment Authority	304.00	QATAR	2005 ○

FONTE: Sovereign wealth fund 2019 ranking, center for the governance change

¹⁰ Bassan F., Il Mulino-Rivisteweb Fascicolo 1° aprile 2009; Una Regolamentazione per i fondi sovrani

Tale classifica si riferisce alla situazione patrimoniale dei fondi sovrani in miliardi di dollari a settembre del 2019, si può notare che il fondo con maggiori capitali è il fondo sovrano norvegese con un totale di asset gestiti pari a 1047 miliardi di dollari. Nelle prime dieci posizioni troviamo cinque fondi di tipo commodity, quello norvegese, quello di Abu Dhabi, del Kuwait, dell'Arabia Saudita e quello del Qatar. Gli altri cinque fondi sono di tipo non commodity, e sono i tre cinesi, quello di Hong Kong e quello di Singapore.

Un altro fatto da evidenziare è la concentrazione geografica dei più importanti fondi sovrani, infatti vediamo che tolto il fondo norvegese, i restanti fondi sovrani appartengono tutti a paesi orientali. Infine, un dato da sottolineare è la concentrazione di ricchezza dei primi dieci fondi rispetto al totale dei fondi sovrani esistenti. I primi fondi possiedono asset gestiti per un totale di circa 6140 miliardi su un totale di 8340 miliardi gestiti dai 94 fondi sovrani esistenti a settembre 2019, ciò significa che il 10% dei fondi sovrani possiede il 73% della ricchezza gestita dalla totalità dei fondi sovrani presenti nel mondo.¹¹

1.4 Strategie di investimento e asset allocation

Quando si parla di fondi sovrani è risaputo che la scarsa trasparenza che li caratterizza non rende semplice la loro analisi. Dal punto di vista dell'allocation degli investimenti, negli anni si è visto un netto cambiamento sul piano dell'asset allocation, mentre dal punto di vista dell'allocation geografica, il cambiamento è stato minimo.

Nel 2008 secondo uno studio di Steffen Kern di Deutsche Bank, i fondi sovrani più attivi erano quelli asiatici, con una quota del 66% del totale delle transazioni effettuate, a seguirli c'erano i fondi del Medio Oriente con una quota circa del 34%. È da evidenziare però che in questa analisi non viene preso in considerazione il fondo sovrano norvegese, il quale già all'epoca era una dei principali attori.

Per quanto riguarda l'allocation geografica i SWF all'epoca destinavano i loro capitali nel seguente modo: il 37% nel Nord America, il 32% in Europa e il 28% in Asia. Per

¹¹ Capapé J., Sovereign Wealth Research, IE Center for the Governance Change, Sovereign Wealth Funds 2019

l'Europa il paese che attraeva più flussi era il Regno Unito mentre il secondo era la Germania, con il settore finanziario principale beneficiario degli investimenti dei fondi sovrani. Nel 2008 i fondi asiatici erano più propensi all'investimento domestico, per esempio il fondo di Singapore aveva circa il 60% della propria ricchezza investito all'interno della città-stato, stessa cosa anche per il fondo cinese il quale investiva prevalentemente in Cina concentrandosi particolarmente sulle banche nazionali. Per i fondi asiatici si poteva dedurre che gli investimenti europei e statunitensi fossero inseriti nel proprio portafoglio solamente per avere una adeguata diversificazione.

Discorso diverso per i fondi del Medio Oriente, dove i SFW rivolgevano la maggior parte dei propri investimenti verso il nord America, Stati Uniti su tutti, e in Europa, principalmente nel Regno Unito.¹²

Dal punto di vista dell'allocazione settoriale, invece risultava essere il sistema finanziario il principale destinatario degli investimenti da parte dei fondi sovrani con una quota di circa il 60% del totale degli investimenti. Questa tendenza era aumentata soprattutto negli anni 2007 e 2008 per gli interventi a favore delle banche colpite dalla crisi finanziaria. Questa forte concentrazione sul settore finanziario era dovuta essenzialmente a due motivazioni: la prima di tipo economico, in quanto fino al 2006 i Roe delle società di questo settore erano molto elevati, e la caduta dei prezzi delle azioni di queste società rappresentava un'ottima opportunità per comprare a prezzi ridotti tali società. La seconda ragione era invece di carattere strategico, in quanto si era arrivati ad un punto fondamentale all'interno del processo di globalizzazione, e l'atteggiamento da parte dei paesi ospitanti stava cambiando in quanto i fondi sovrani iniziavano a non essere più trattati come degli operatori ostili, ma bensì come un mezzo di sostegno per le imprese colpite dalla crisi.

Negli ultimi anni la concentrazione degli investimenti nel settore finanziario è diminuita per tre ragioni: la prima riguarda sicuramente le forti perdite che hanno avuto i fondi nell'entrare nel capitale delle banche, la seconda motivazione ha a che fare con la

¹² Christopher Balding, A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds, 2008

grande incertezza e volatilità che caratterizza i titoli di società finanziarie. Infine, l'ultima ragione risale al fatto che negli anni ci sia stato un forte incremento di capitali pubblici all'interno delle banche andando a cambiare la natura degli assetti societari di tali società.

Per gli altri settori l'allocazione media nel 2008 era la seguente: il 9% nel settore immobiliare, il 7% in quello energetico, il 6% in quello dei servizi e della vendita al consumo, ed in via residuale si trovavano il settore tecnologico, dei trasporti e quello manifatturiero.

Sempre nel 2008 l'allocazione strategica dei fondi era molto variegata in base alla tipologia di fondo, c'erano SWF che investivano una quota elevata nel mercato azionario, fino al 70%, mentre altri puntavano maggiormente ad una quota maggiore in titoli a basso rischio. Secondo un'analisi di Jason Kotter e Ugur Lel, il portafoglio medio dei fondi sovrani era composto da un 35-40% di titoli a reddito fisso, un 50-55% in titoli azionari e un 8-10% allocato in investimenti alternativi, come per esempio fondi hedge o di private equity.

Al 2019 le strategie di investimento dei fondi sovrani sono notevolmente cambiate, in particolar modo per quanto riguarda l'asset allocation settoriale. Prima di concentrarsi su di essa è giusto analizzare l'allocazione geografica dei SWF al giorno d'oggi, la quale non ha subito grandi modifiche rispetto al decennio precedente.

I principali paesi che beneficiano degli investimenti dei fondi sovrani vedono al primo posto sempre gli Stati Uniti, seguiti dalla Cina mentre in Europa il paese che attrae maggiormente gli investimenti è rimasto il Regno Unito, inoltre, sono da sottolineare i notevoli investimenti rivolti a l'India e la Svizzera.

Dal punto di vista dell'allocazione settoriale gli investimenti dei fondi sovrani si stanno concentrando verso settori differenti rispetto al decennio precedente, di seguito nella Tabella 1.1 si possono vedere i settori che hanno attratto maggiormente i fondi sovrani nel 2019.

Tabella 1.1 Settori di investimento

SETTORI	% INVESTIMENTO
Tecnologico	31,04
Immobiliare	15,09
Farmaceutico, biotech	13,4
Infrastrutture	11,02
Servizi	7,06

FONTE: Sovereign Wealth Research, IE Center for the Governance Change, Sovereign Wealth Funds 2019

Come si può notare, il settore che attrae maggiormente è quello tecnologico, grazie all'espansione delle grandi aziende del settore le quali stanno crescendo di anno in anno e con esse anche i rendimenti dei propri titoli. Un altro fattore considerevole è il disinvestimento dalle società di servizi, le quali erano il principale obiettivo di investimento nel decennio precedente. Infine, è da sottolineare il forte interesse per il settore immobiliare a testimonianza di come i fondi sovrani abbiano cambiato la loro strategia di investimento andando ad investire sempre più capitali in settori caratterizzati da una minore liquidità.¹³ Ne è un esempio lampante l'acquisizione dell'intera nuova area di Milano Porta Nuova da parte del fondo sovrano del Qatar.¹⁴

Un fattore che si notava nelle modalità di investimento dei fondi sovrani era quello che riguarda l'investimento diretto nelle società. Da un'analisi del 2009 risultava che nel 70,5% dei casi le acquisizioni di quote di società da parte dei fondi sovrani avveniva attraverso trattative private, mentre solamente nel restante 29,5% dei casi i fondi sovrani acquisivano le quote delle società nel mercato aperto. Questa analisi però venne svolta escludendo il fondo norvegese il quale si caratterizza per il fatto che la totalità delle proprie acquisizioni avviene sul mercato borsistico.¹⁵

¹³ Capapé J., Sovereign Wealth Research, IE Center for the Governance Change, Sovereign Wealth Funds 2019

¹⁴ https://www.adnkronos.com/soldi/economia/2015/02/27/qatar-compra-porta-nuova-milano_m91hv1Kbe6EpavcRPxUscO.html

¹⁵ Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W.; Nota di Lavoro 22.2009; Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance. Fondazione Enrico Mattei

Una tendenza degli ultimi anni da parte dei fondi sovrani è quella di esercitare il proprio potere all'interno delle governance delle aziende affinché si punti verso investimenti sostenibili, ne è un caso eclatante il fondo norvegese, il quale già da qualche anno ha deciso di disinvestire in società appartenenti a settori come le energie non rinnovabili, o aziende che lavora violando i diritti umani. Oltre ad obiettivi economici e strategici, ora molti fondi stanno puntando sullo sviluppo sociale, come il fondo Temasek di Singapore, il quale ha creato il fondo Tana Africa Capital per investire in aziende del settore agricolo in Africa. Sfruttando il fatto di essere investitori di lungo periodo, i fondi sovrani stanno cercando di poter usare il proprio peso all'interno del sistema economico mondiale per cercare di migliorare il mondo.

Negli ultimi anni, i fondi sovrani hanno iniziato ad aumentare la porzione di investimenti dedicati al private equity, questa transizione è guidata principalmente dal fatto che l'economia mondiale non riesce a decollare nonostante le forti misure di politica monetaria come il Quantitative Easing. In aggiunta alla situazione di instabilità, un fattore fondamentale è il basso livello di tassi di interesse che si trovano sui titoli a reddito fisso, i quali per molti anni sono stati il motore trainante degli investimenti della maggior parte dei SWF.

Per quanto concerne il futuro, da qui ai prossimi anni si possono individuare tre driver per le strategie dei fondi sovrani:

1. Il primo riguarda appunto la ricerca di investimenti alternativi, in quanto il mercato dei titoli a reddito fisso non è più profittevole come una volta, questa tendenza si è sviluppata nonostante il maggior livello di rischio che comportano investimenti come il private equity e i fondi hedge.
2. Il secondo driver riguarda il possibile aumento della pressione politica esercitata dai governi degli stati che possiedono un fondo sovrano, i quali in caso di situazione macroeconomiche non favorevoli potrebbero avere necessità di attingere alla ricchezza dei propri fondi sovrani.
3. La capacità da parte dei fondi sovrani di investire in classi di attività che richiedono investimenti di lungo termine. Avendo orizzonti di investimento più

lunghi rispetto ad altri investitori, i SWF possono investire in attività illiquide ottenendo in futuro maggiori rendimenti dovuti a maggiori premi per la liquidità.

Concludendo si può affermare che nei prossimi anni ci sarà sempre più una maggiore riallocazione da parte dei fondi sovrani dai classici investimenti quali il mercato azionario e obbligazionario verso mercati meno liquidi come quello del private equity e del mercato immobiliare, così facendo i fondi potranno puntare a maggiori rendimenti e diversificare ulteriormente i propri portafogli.¹⁶

1.5 Il sistema di governance

Come per tutti gli investitori è fondamentale per le performance dei fondi sovrani che anche essi abbiano una governance chiara e professionale affinché possano raggiungere gli obiettivi prefissati e saper a chi condurre le responsabilità delle azioni compiute.

Nella maggior parte dei casi i fondi sovrani sono amministrati da un gestore che guida il fondo per conto del proprietario, in questo caso è il governo del paese, in altri casi è lo stesso fondo sovrano il proprietario della propria ricchezza.

Un'utile distinzione è quella tra gli organi del governo e gli organi di controllo del fondo sovrano. Solitamente vi è una delega da parte del governo verso gli organi direttivi del fondo i quali a loro volta creano delle unità subordinate e delle unità di controllo che verifichino l'operato dei vari reparti. Lo scopo delle unità di vigilanza deve essere quello di verificare che vengano rispettate le linee guida impartite dall'organo di governo.

È importante distinguere gli organi interni alla società da quelli esterni.

La struttura di un fondo sovrano dovrebbe essere così composta:

¹⁶ Pwc, Sovereign Investors 2020, A growing force

- Il proprietario, ovvero il governo dello stato che crea il fondo sovrano, la determinazione della struttura giuridica del fondo spetta solitamente al Parlamento.
- Il consiglio di amministrazione, il quale rappresenta l'organo principale dell'organigramma, propone le direttive da mettere in atto negli investimenti, il principale rappresentante è l'amministratore delegato.
- I singoli manager, i quali possono essere sia interni che esterni, operano seguendo gli indirizzi imposti dal consiglio di amministrazione.

Oltre agli organi di amministrazione, la maggior parte dei fondi sovrani ha degli organi di vigilanza: il revisore generale, ruolo solitamente svolto dal parlamento il cui compito è quello di controllare l'operato dell'organo amministrativo. Il revisore esterno, il cui dovere principale è quello di verificare i conti del SWF e il revisore interno il cui incarico è quello di supportare il cda nel verificare che le norme siano rispettate.¹⁷

Ovviamente questa è solo una struttura teorica, in quanto la governance dei fondi sovrani può variare significativamente da un fondo ad un altro, questo anche perché molti fondi sono di proprietà di stati non democratici. Un paese che segue abbastanza questa struttura è la Norvegia dove la politica di investimento del fondo sovrano è dettata da un insieme di esperti i quali si basano sulle linee guida indicate dal potere legislativo, mentre l'amministrazione del fondo è in mano alla banca centrale norvegese. Al contrario i fondi del Medio Oriente sembrano non avere una governance chiara, addirittura essi faticano a divulgare la struttura dei propri assetti societari. La situazione è ancor più complessa nei paesi governati da una politica non democratica, in questi casi gli organi che amministrano i fondi incontrano grandi difficoltà in quanto vengono colpiti da forti pressioni di carattere politico, ciò avviene soprattutto nei paesi arabi dove i fondi sovrani spesso vengono usati per mettere in atto le strategie delle case regnanti.

¹⁷ International Monetary Fund, Sovereign asset-liability management-Guidance for resource-rich economies, 10 giugno 2014

Dal punto di vista prettamente organizzativo, si osservava che i SWF nella maggior parte dei casi si dotano di un basso numero di dipendenti se rapportato alla mole di capitali che gestiscono. Per rendere un'idea, nel 2013 il fondo norvegese, quello cinese e quello di Abu Dhabi racchiudevano al loro interno circa 3000 persone, mentre i capitali gestiti all'epoca erano superiori al trilione di dollari. Questo scarso impiego di personale è dovuto principalmente a due fattori: il primo è il fatto che numerosi fondi sovrani esternalizzano gran parte della gestione del proprio patrimonio a società di investimento esterne, l'esempio più eclatante è rappresentato dal fondo di Abu Dhabi il quale affida a gestori esterni circa due terzi dei propri asset.

Il secondo fattore è dovuto al fatto che i fondi sovrani hanno investimenti molto frammentati, ovvero investono in una quantità di società molto elevata, ne è l'esempio principale il fondo sovrano norvegese il quale partecipa a più di 9000 società nel mondo. In questi casi diventa difficile assegnare dei propri uomini per ognuno dei consigli di amministrazione delle società in cui investono, delle eccezioni vengono fatte ovviamente per i cda di società molto grandi.¹⁸

L'outsourcing nella gestione del patrimonio che caratterizza la maggior parte dei fondi sovrani è dovuta a due considerazioni: la prima riguarda la capacità e l'età dei team di gestione, mentre la seconda ha a che fare con l'esperienza in determinate asset class da parte dei manager.

Il grado di outsourcing dipende dalla tipologia del fondo sovrano, per esempio un fondo che ricerca elevati rendimenti anche attraverso investimenti alternativi come avviene per gli hedge fund, potrebbe delegare una parte del proprio patrimonio a manager di hedge fund che conoscono meglio quella classe di attività. D'altro canto, un fondo di stabilizzazione abituato ad investire in titoli a reddito fisso e a breve termine è meno propenso all'esternalizzazione in quanto i gestori interni conoscono già molto bene quel mercato.

¹⁸ Bortolotti F., Fotak V., Megginson W. L., The Rise of sovereign wealth funds: Definition, Organization and Governance

Un obiettivo prossimo dei fondi sovrani è quello non solo di esternalizzare ad altri gestori parti della propria ricchezza, ma di creare delle relazioni strategiche con gestori esterni, in particolar modo con gli Hedge Fund che sono maggiormente preparati negli investimenti alternativi. Queste relazioni creerebbero potenziali maggiori rendimenti ed inoltre andrebbero ad accrescere più velocemente la curva di apprendimento del personale dei fondi sovrani nelle nuove asset class.¹⁹

1.6 Le principali differenze rispetto agli altri investitori

Definite le caratteristiche principali dei fondi sovrani, è utile analizzare le principali differenze tra i SWF ed altre tipologie di investitori, in particolar modo rispetto agli investitori pubblici come le riserve delle banche centrali, gli enti di sviluppo, le società di proprietà statale e i fondi pensione. Con tutte queste tipologie di investitori i fondi sovrani hanno caratteristiche comuni ma si differenziano da ognuno di essi.

Partendo dal confronto con le riserve ufficiali delle banche centrali, il fattore che differenzia i fondi sovrani da esse è che i SWF non sono tenuti a detenere la totalità della ricchezza in valuta straniera, ed inoltre i fondi hanno la possibilità di investire in differenti asset class, mentre le riserve ufficiali devono essere investite in attività molto liquide. Questa distinzione permette ai fondi sovrani di poter operare all'interno dei mercati finanziari in modo meno vincolato affrontando investimenti in asset poco liquidi puntando di conseguenza a rendimenti più elevati.

Un'altra distinzione viene fatta nei confronti delle società a forte partecipazione pubblica, le State Owned Enterprise, SOE, esse sono società la cui quota di controllo è in mano allo stato. Solitamente rientrano in questa suddivisione le società appartenenti a settori strategici quale in primis quello energetico. In questo caso la differenza molte volte è limitata. In ogni caso, a livello generale ci sono delle differenze tra SWF e SOE, relativamente all'obiettivo dell'investimento. Nel caso dei fondi sovrani lo stato investe per fini di tipo finanziario, mentre nel caso delle società a controllo

¹⁹ Pwc, Sovereign Investors 2020, A growing force

pubblico lo stato si pone un obiettivo industriale e strategico. Questa differenza ha tre conseguenze, la prima è che lo stato nel caso degli investimenti attraverso i fondi sovrani ha un ruolo più passivo all'interno della governance della società partecipata. La seconda considerazione riguarda l'obiettivo che si pone lo stato, nel caso delle SOE, lo scopo è quello di avere il controllo all'interno della società, cosa che solitamente non avviene con i fondi sovrani dove le quote sono di minoranza. Infine, il terzo punto riguarda l'orizzonte temporale di investimento, il quale nel caso delle SOE non è necessariamente di lungo termine.²⁰

I fondi sovrani si differenziano anche da attori privati quali hedge fund e fondi di private equity, tale distinzione non si basa solamente sul fatto che questi siano enti privati. Ci sono dei punti in comune tra questi investitori e i fondi sovrani, quali per esempio il basso livello di trasparenza e la debole regolamentazione che caratterizza entrambi. La differenza principale tra i fondi hedge e i fondi sovrani sta nella strategia di investimento, i primi usano un elevato livello di leva finanziaria e spesso vanno alla ricerca di rendimenti elevati nel breve periodo. I fondi sovrani dalla loro usano un basso livello di leva finanziaria e hanno un orizzonte temporale negli investimenti che non è sicuramente di breve periodo.

Per concludere, la distinzione più complessa riguarda il confronto tra i fondi sovrani e i fondi pensione, in particolar modo quelli pubblici. Prima di tutto bisogna distinguere le tipologie di fondo pensione pubblico. Secondo un paper del 2008 dell'OCSE di Blundell-Wignall, Hu Yermo ci sono due classificazioni di fondi pensione pubblici:

- Social security Reserve funds, Ssrf, ovvero fondi i cui capitali derivano dai contributi pensionistici dei lavoratori.
- Sovereign Pension Reserve funds, Sprf, i quali sono fondi creati dai governi e rappresentano degli enti autonomi rispetto al sistema pensionistico dello stato, il cui scopo è quello di aiutare le casse pubbliche nei casi in cui il sistema pensionistico dovesse avere problemi.

²⁰ Bassan F., *The law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar, Cheltenham, 2011

La differenza tra i fondi sovrani e le due tipologie di fondi pensione è molto diversa, i SWF sono molto differenti rispetto alla prima tipologia mentre le differenze con i Sprf sono minime. Le differenze principali tra i fondi sovrani e i Ssrf possono essere sintetizzate dalla Tabella 1.2:

Tabella 1.2 Differenze tra fondi pensione

DIFFERENZA	SWF	SSRF
FONTE DELLA RICCHEZZA	Vendita di materie prime, surplus di bilancia commerciale	Contributi pensionistici versati dai lavoratori
PASSIVITÀ	Non presentano passività	Necessitano di un'adeguata liquidità per far fronte ai pagamenti pensionistici
TRASPARENZA	Poco trasparenti	Elevata trasparenza nelle operazioni compiute
VALUTA	Devono investire una parte della ricchezza in attività in valuta estera	Possono essere denominati totalmente in valuta nazionale

Per quanto concerne la differenza tra i fondi sovrani e gli Sprf invece, ci sono molti punti in comune, partendo dalle disponibilità, le quali in entrambi i casi derivano solitamente da surplus commerciali o fiscali. Entrambe le tipologie di fondi non presentano passività, di conseguenza ci si chiede se gli Sprf non possano essere identificati come fondi sovrani. In risposta a tale domanda, nel 2008 il Fondo Monetario Internazionale all'interno della propria classificazione di fondi sovrani incluse i Sprf lasciando invece fuori i Ssrf.²¹

²¹ Quadro Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?* Il Mulino, Bologna, 2009

CAPITOLO II EFFETTI SUI MERCATI FINANZIARI E RISPOSTE ALLE CRISI FINANZIARIE

2.1 Effetti sui mercati finanziari

Come si è visto nel capitolo precedente, i fondi sovrani hanno assunto nel tempo una dimensione sempre più grande portandoli ad essere oggi uno dei principali attori all'interno dei mercati finanziari. Il fatto che tali entità economiche gestiscano un elevato ammontare di ricchezza sommato al fatto che la gestione dei fondi è in mano pubblica, rende interessante vedere gli effetti che tali istituzioni possono avere sui mercati finanziari.

Gli effetti che l'attività dei fondi sovrani possono avere all'interno dei mercati finanziari mondiali sono diversi, a partire da quelli sui mercati delle riserve a quelli sul mercato dei tassi di cambio ed arrivando infine agli effetti che gli investimenti dei fondi sovrani possono avere sui titoli azionari delle società in cui investono.

Partendo da un'analisi più generale, così come definito dal Fondo Monetario Internazionale nel 2008, l'attività dei fondi sovrani può impattare su quattro aree di interesse. La prima è la politica fiscale, in particolar modo per i fondi di stabilizzazione questo effetto è più marcato in quanto, attraverso l'investimento all'interno del fondo, lo stato che ne è proprietario riesce ad affrontare meglio possibili scenari di crisi. Questo avviene andando ad attingere in caso di necessità dai capitali del fondo ed evitando così politiche di austerità e politiche fiscali aggressive. Un secondo campo di interesse è quello che riguarda la politica monetaria, tale effetto è dovuto al fatto che i fondi sovrani investono gran parte della propria ricchezza al di fuori dei confini nazionali. Tale strategia può portare a degli squilibri sui tassi di cambio, perciò spesso le decisioni di investimento dei SWF vengono prese attraverso un coordinamento anche con le autorità monetarie.

Il terzo ambito riguarda gli impatti sui bilanci del settore pubblico dove i fondi sovrani spesso possono essere un'ottima opportunità per gestire meglio la ricchezza pubblica,

ovviamente la strategia del fondo sovrano deve essere coerente con gli obiettivi dell'economia dello stato a cui appartiene.

Infine, l'ultima area interessata dall'attività dei fondi sovrani secondo il FMI è quella che riguarda la stabilità esterna la quale è rilevante sia per i paesi che possiedono un fondo sovrano sia per i paesi che ne ricevono gli investimenti. I primi, in particolar modo le economie votate all'esportazione di materie prime registrano dei surplus di partite correnti nel momento in cui le risorse vengono estratte ed esportate, mentre nel momento in cui le risorse dovessero finire o dovessero diminuire i prezzi, i governi di tali paesi sarebbero costretti a prelevare capitali dai propri fondi sovrani. D'altro canto, i paesi che ricevono i flussi di capitale da parte dei fondi sovrani saranno influenzati in termini di conto capitale e finanziario, nonché nei prezzi delle attività. Tutto ciò può comportare degli squilibri in termini di stabilità esterna dei paesi, dove per stabilità esterna si intende la capacità di un'economia di far fronte alle proprie passività a livello internazionale.²²

Le attività dei fondi rappresentano una quota dei flussi di capitali che si scambiano in diversi paesi a livello mondiale, la loro attività è direttamente legata agli squilibri commerciali delle diverse economie. In particolar modo come si è visto finora gran parte dei capitali in pancia ai fondi sovrani deriva dai surplus delle bilance dei pagamenti dei paesi asiatici e del Medio Oriente. I saldi delle partite correnti possono essere visti come il riflesso dei flussi di capitale, difatti i paesi che presentano deficit di partite correnti importano capitali per finanziare tali perdite, viceversa, i paesi con partite correnti positive investono le proprie eccedenze per finanziare i deficit degli altri paesi.

Quel che si è verificato negli ultimi anni va nella direzione opposta rispetto a quanto affermato dalla teoria economica, dove i flussi di capitali dovrebbero viaggiare dai paesi più ricchi e sviluppati verso i paesi più poveri ed in via di sviluppo. La rapida crescita che ha caratterizzato i fondi sovrani va di pari passo con l'aumento dei saldi di

²² Osama El-Baz, The Role of Sovereign Wealth Funds in Promoting the External Stability of the Home Economy, Scholedge International Journal of Management & Development Vol 05, Issue 09 2018

partita corrente dei paesi emergenti. Questo ha portato i flussi di capitale come definito dal “paradosso di Lucas” a scorrere in salita, cioè dai paesi in via di sviluppo verso i paesi sviluppati. Il caso più eclatante è rappresentato dai flussi di capitali cinesi derivanti da saldi di partita corrente positivi verso gli Stati Uniti i quali presentano un saldo delle partite correnti in deficit.

Una spiegazione possibile a tale paradosso è che la scelta di spostare i capitali non è guidata solamente da strategie basate sui rendimenti, ma anche e soprattutto da considerazioni geopolitiche e riguardanti la liquidità degli investimenti.

Il paradosso di Lucas potrebbe trovare una spiegazione anche dal fatto che negli anni è aumentato il risparmio globale, e come affermato da Ben S. Bernanke nel 2005, l'aumento del risparmio ha portato ad un'inversione del flusso del credito, trasformando le economie emergenti da debitori sui mercati dei capitali a prestatori netti.

L'importanza che i fondi sovrani possono avere all'interno dei mercati finanziari è dovuta al possibile trasferimento delle riserve valutarie in eccesso dalle banche centrali ai fondi sovrani, riserve in eccesso mostrate nella Figura 2.1. Se ciò avvenisse, si assisterebbe ad un riequilibrio dei flussi di capitale sui mercati, in quanto i fondi sovrani rispetto alle autorità monetarie sono meno guidati da driver come la liquidità e il basso rischio. Essendo investitori più avversi al rischio e che ricercano rendimenti maggiori possono collaborare a far crescere la domanda di titoli più rischiosi come, per esempio, le azioni e di conseguenza far calare gli investimenti nel mercato dei titoli di stato.

Figura 2.1 Riserve in eccesso nei paesi asiatici ed esportatori di petrolio

(in USD billions)				
	Reserves	3-months imports	Short-term external debt	Excess reserves
China	1,559	254	231	1,306
Russia	420	70	53	350
Saudi Arabia	276	34	22	242
Taiwan	261	67	26	194
Korea	244	109	3	135
India	202	72	15	129
Brazil	175	37	66	110
Algeria	99	10	0	90
Libya	79	6	1	73
Singapore	149	85	40	64
Others	959			332
Total	4,322			3,023

FONTE: World Economic Outlook, Fondo Monetario Internazionale 2007

Su questo tema in particolar modo risulta interessante il lavoro svolto da Beck e Fidora nel 2008, i quali hanno analizzato i paesi che presentavano delle riserve valutarie in eccesso. L'analisi si è basata sotto il presupposto che i fondi sovrani operino come investitori di tipo CAPM, e quindi che la loro allocazione di portafoglio sia basata sulla capitalizzazione di mercato piuttosto che su altri driver tipo la liquidità. Da questa simulazione è emerso che ci sarebbe una forte riallocazione delle risorse dai paesi più ricchi verso quelli emergenti, coerentemente a quanto affermato dalla teoria economica e di conseguenza in disaccordo con il paradosso di Lucas, si potrebbe affermare quindi che i flussi di capitali scorrerebbero in "discesa". In particolar modo gli Stati Uniti e la zona Euro vedrebbero un deflusso di capitali verso i paesi orientali.

Ciò che emerge dall'analisi dei due economisti, è il deflusso di capitali dagli Stati Uniti, quantificabile in circa 500 miliardi di dollari. Tale decremento sarebbe influenzato fortemente dal drastico calo della domanda di obbligazioni, tuttavia questo calo verrebbe compensato dall'afflusso di capitali verso il mercato azionario statunitense il quale rappresenta la quota maggiore all'interno della capitalizzazione mondiale di borsa.

Per quanto riguarda l'area Euro, ci sarebbe un forte deflusso dovuto principalmente al diminuire degli investimenti in titoli di stato, qui il valore si attesterebbe intorno ai 400 miliardi di dollari, anche in questo caso però tale effetto sarebbe compensato in parte da un aumento dell'investimento sul mercato azionario.

Infine, terzo aspetto che emerge dall'analisi è il netto deflusso di capitali che ci sarebbe dai paesi più sviluppati, Stati Uniti, Europa e Giappone in primis verso paesi in via di sviluppo mostrando come questi ultimi abbiano assunto negli anni un peso sempre maggiore all'interno della capitalizzazione mondiale.²³

Ovviamente tale analisi, si fonda sul fatto che i SWF siano operatori che basino la propria allocazione sul CAPM, e quindi basandosi su rischio e rendimento, di contro fattori come la liquidità o altre scelte strategiche non sono trascurabili per molti fondi. Per quanto concerna la liquidità, per esempio, per i fondi con scopo di stabilizzazione, la propria asset allocation continuerebbe a presentare una quota elevata dei propri investimenti su obbligazioni statunitensi ed europee. Altri fondi sovrani continuerebbero a prendere le stesse decisioni di allocazione strategica. I fondi sovrani di tipo commodity continuerebbero ad investire gran parte della propria ricchezza in investimenti correlati negativamente con il petrolio, come per esempio titoli europei così da ottenere un'adeguata diversificazione di portafoglio.

2.1.1 Impatto sul prezzo dei titoli azionari

Data la loro crescente dimensione in termini di capitali gestiti ed essendo il settore azionario beneficiario di grandi investimenti da parte dei fondi sovrani, è necessario chiedersi se l'attività di tali investitori abbia un impatto sui titoli delle società su cui i fondi vanno ad investire.

Seguendo le teorie di corporate governance, si arriva ad affermare che solitamente gli investimenti da parte dei grandi investitori istituzionali comportano dei benefici all'interno della società in termini di redditività e di governance. Questo avviene grazie

²³ European Commission, The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Economic paper 378 aprile 2009

al cosiddetto effetto monitoraggio, ovvero investitori di grandi dimensioni istituzionali hanno forti incentivi nel monitorare i dirigenti e le prestazioni dell'azienda.²⁴ Tuttavia, la presenza nelle società di grandi investitori può portare ad elevati costi di agenzia, come risultato di possibili conflitti di interesse con altri azionisti e stakeholder, dove gli azionisti di grandi dimensioni potrebbero fare pressioni sul management affinché agisca secondo le proprie direttive in contrasto con altri investitori o per esempio con i creditori della società.²⁵ La soluzione è un giusto trade-off tra grandi e piccoli investitori, così da sfruttare gli effetti di monitoraggio dei grandi investitori senza però cadere nel rischio di avere elevati costi di agenzia.

I fondi sovrani, rientrano nella categoria dei grandi investitori istituzionali, e di conseguenza possono portare un miglioramento all'interno della governance delle società su cui investono attraverso l'effetto monitoraggio. Nello stesso momento però, essendo i fondi sovrani gestiti direttamente o indirettamente dai governi degli stati, possono rappresentare sicuramente degli investitori istituzionali che creano costi di agenzia, in particolar modo quando gli investimenti svolti escono dai confini della logica economica ed entrano in quella strategico-politica. In aggiunta va ricordato che i fondi sovrani sono investitori caratterizzati da uno scarso livello di trasparenza, fattore che non è certo a loro favore.²⁶

Fatta questa premessa, vengono ora analizzati gli effetti che gli investimenti dei fondi sovrani possono avere sulle quotazioni dei titoli in cui investono. Tale analisi viene svolta, attraverso due studi differenti: il primo di Kotter e Lel del 2008, il secondo di Bortolotti e Fotak del 2015.

Il primo studio, svolto nel 2008, dagli economisti Kotter e Lel va ad esaminare tre punti:

²⁴ Shleifer A. and Vishny R.W., (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Volume 94, Issue 4, Pages 461-488; Shleifer A. and Vishny R.W., (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Volume 52

²⁵ Jensen M.C. and Meckling W.H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976

²⁶ European Commission, The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Economic paper 378 aprile 2009

1. La reazione del mercato azionario all'annuncio da parte dei fondi sovrani di investimenti nelle società.
2. L'importanza che ha la trasparenza sulla reazione che il mercato può avere.
3. Analizzano se la performance e la governance delle società target cambiano in seguito all'investimento da parte dei fondi sovrani.

Il campione utilizzato nell'analisi è composto da 163 investimenti in 135 società nell'arco temporale che va dal 1980 al 2008 da parte di fondi sovrani in 28 paesi diversi nel mondo. L'analisi è stata svolta con la procedura dell'event study per andare a misurare se ci fosse o meno una variazione nel prezzo delle azioni target nel periodo a cavallo dell'annuncio dell'investimento, calcolando i rendimenti anomali cumulati, CAR.

I risultati mostrati dai due economisti hanno portato ad affermare che effettivamente il mercato reagisce positivamente agli annunci di investimenti da parte dei SWF, più dettagliatamente, i risultati dei rendimenti anomali sono i seguenti:

Tabella 2.2 Rendimenti anomali cumulati

FINESTRE	0,1	-1, +1	-2, +2
CAR	1,94%	2,15%	2,43%

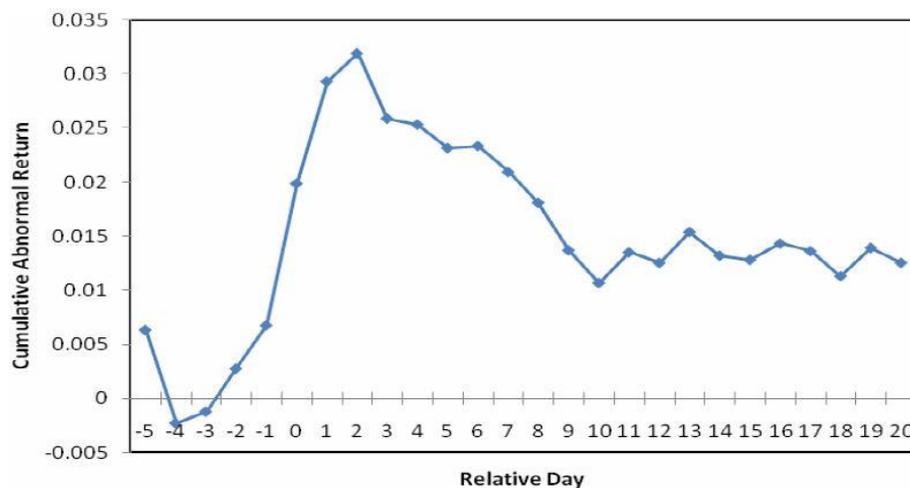
FONTE: Kotter J., Lel U., Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and Price of Keeping Secrets

Nella Tabella 2.2 si vede come nei giorni a cavallo dell'annuncio si verificano dei rendimenti anomali, in particolar modo nell'ultima finestra la quale considera l'arco temporale che va da due giorni prima dell'annuncio a due giorni seguenti.

Il lavoro continua andando ad analizzare cosa impatti maggiormente sui rendimenti anomali, ed emerge che il grado di trasparenza dei fondi, misurato attraverso l'indice di Truman è la variabile che ha il maggior peso. Inoltre, gli autori hanno verificato che i CAR maggiori appartengono agli annunci di acquisti da parte di fondi sovrani con un elevato livello di trasparenza.

Un'altra considerazione importante presentata da Kotter e Lel riguarda il fatto se questi effetti positivi sui titoli siano solamente un effetto di liquidità dovuto alla pressione che un grande investitore può portare sui prezzi. Gli autori smentiscono questa possibilità in quanto gli effetti sui prezzi non sono limitati ai giorni dell'annuncio, bensì i rendimenti rimangono positivi fino ai 20 giorni successivi come mostrato nella Figura 2.2.

Figura 2.2 Car nei primi 20 giorni dall'annuncio



FONTE: Kotter J., Lel U., Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and Price of Keeping Secrets

Dal punto di vista degli impatti che gli investimenti dei fondi sovrani possono avere sulla corporate governance, dallo studio emerge che i SWF tendono ad essere investitori passivi all'interno delle società. L'impatto sulla governance sembra essere positivo nei primi tre anni successivi all'investimento, ma i risultati statisticamente non sono significativi. Gli autori concludono affermando che nel lungo termine l'investimento dei fondi sovrani nelle società target non comporta un miglioramento in termini di performance dell'azienda.²⁷

Il secondo lavoro analizzato riguarda lo studio svolto da Bortolotti e Fotak, nel 2008 e poi successivamente aggiornato nel 2015, anche in questo caso gli autori si prefiggono

²⁷ Kotter J., Lel U., Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and Price of Keeping Secrets, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper Number 940, agosto 2008

l'obiettivo di verificare se l'investimento dei fondi sovrani abbia degli effetti sulle società target.

La loro analisi viene svolta osservando le differenze che gli investimenti dei fondi hanno sulle società rispetto agli investimenti eseguiti da investitori privati, in particolar modo da hedge fund. Come campione sono stati utilizzati 1018 investimenti da parte di 33 fondi sovrani in società quotate di 16 paesi durante l'arco temporale che va dal 1980 al 2012. Invece, per quanto riguarda gli investitori privati, sono state usate 5975 acquisizioni di azioni da parte di investitori destinati alle aziende appartenenti agli stessi paesi in cui hanno investito i fondi sovrani, così da poter riflettere un benchmark coerente.

Dal confronto è emerso che i rendimenti anomali in seguito agli annunci di investimenti sovrani sono positivi, pari allo 0,84% medio, molto minore rispetto a quello generato dagli annunci degli investitori privati, pari al 4,82% medio. Emerge che la tipologia di investimenti spesso è molto differente, ovvero, i SWF tendono ad investire in aziende di più grandi dimensioni ed il valore medio dell'investimento è di 408,45 milioni di dollari rispetto ai 49,56 milioni di dollari degli investitori privati. Inoltre, i SWF tendono ad assumere quote minoritarie lasciando il controllo delle società in mano ad altri investitori, la quota media detenuta dai fondi sovrani risulta pari al 8,45% rispetto al 22,60% degli investitori privati.

Come nel caso di Kotter e Lel, anche in questo paper i due autori hanno svolto uno studio degli eventi, per calcolare il valore dei rendimenti anomali nei giorni a cavallo dell'annuncio degli investimenti da parte dei fondi sovrani, i risultati ottenuti sono riportati nella Tabella 2.3.

Tabella 2.3 Rendimenti anomali cumulati

FINESTRA	0,0	-1, +1	-5, +5
CAR	0,95%	0,84%	0,55%

FONTE: Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. L., The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, febbraio 2015

L'analisi, inoltre viene svolta una seconda volta eliminando dal campione il fondo sovrano norvegese il quale rappresenta quasi la metà degli investimenti presenti nel campione utilizzato dai due autori, i risultati sono mostrati nella Tabella 2.4.

Tabella 2.4 Rendimenti anomali cumulati senza fondo norvegese

FINESTRA	0,0	-1, +1	-5, +5
CAR	1,95%	2,38%	1,68%

FONTE: Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. L., The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, febbraio 2015

Come si può notare, con l'eliminazione del fondo sovrano norvegese, i CAR aumentano in tutte le tre finestre analizzate. Tale differenza è dovuta alle diverse caratteristiche di investimento del fondo norvegese, infatti esso tende ad essere un investitore passivo andando ad acquistare quote molte piccole in un elevato numero di società.

Gli autori arrivano ad affermare di conseguenza che nel breve periodo, il mercato azionario risponde positivamente all'ingresso nelle società dei capitali da parte dei fondi sovrani, tale effetto però, sembra non essere duraturo. Lo studio analizza gli effetti degli investimenti sovrani sulle società in un arco temporale di tre anni, andando a verificare se le misure di redditività subiscono o meno dei cambiamenti. L'analisi si basa sul ROA, la crescita delle vendite e la valutazione delle società target. Altri indicatori misurati sono la leva finanziaria in quanto l'ingresso dei fondi sovrani nel capitale delle società potrebbe agevolarle nell'accesso al credito da parte di banche statali aumentando così la leva finanziaria. Inoltre, la propensione al rischio dei fondi sovrani potrebbe far aumentare i livelli di liquidità della società, per misurare questo effetto gli autori hanno usato il Quick ratio. I risultati ottenuti sono riportati nella Tabella 2.5.

Tabella 2.5 Effetti degli investimenti dei SWF nelle società

VARIABILI	ANNO	VALORI
RENDIMENTO DELLE ATTIVITÀ	1	-2,31%
	2	-1,13%
	3	-1,76%
CRESCITA DELLE VENDITE	1	-8,63%
	2	-12,17%
	3	-8,89%
VALUTAZIONE MARK TO BOOK VALUE	1	-1,60
	2	-1,32
	3	-1,33
LEVA FINANZIARIA DEBITI/ATTIVITÀ	1	-0,22%
	2	-0,72%
	3	-0,94%
LIQUIDITÀ QUICK RATIO	1	0,25
	2	0,14
	3	0,06

FONTE: Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. L., The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, febbraio 2015

I risultati portano a dire che nel lungo termine la redditività, le vendite e la valutazione delle società target subiscono un peggioramento, mentre per quanto riguarda la liquidità non si verificano grandi differenze, infine dal punto di vista della leva finanziaria c'è una leggera diminuzione.

Ciò che emerge maggiormente dall'intero studio è la differenza tra gli effetti nel breve e nel lungo termine. Si è visto come all'annuncio dell'investimento la reazione dei mercati sia positiva anche se con un impatto minore rispetto a investimenti di investitori privati. Nel lungo termine invece, la redditività complessiva delle società target tende a calare. Una possibile spiegazione che danno gli autori a questi risultati, è che nel momento dell'annuncio il mercato abbia un comportamento irrazionale a

causa della scarsa trasparenza ed opacità che caratterizza la maggior parte dei fondi sovrani. Tuttavia, l'effetto positivo iniziale è una caratteristica comune agli annunci di acquisto da parte di grandi investitori, che spesso coincidono con l'aspettativa dell'acquisizione della società da parte degli investitori nel lungo termine. Proprio questa teoria dell'aspettativa potrebbe spiegare perché nel breve termine il mercato reagisce positivamente mentre nel lungo termine le performance delle società sono calanti in quanto i SWF tendono comunque ad avere spesso un atteggiamento passivo all'interno delle società in cui investono.

Da entrambi gli studi risulta che l'impatto nel breve periodo è positivo, mentre nel medio periodo, Kotter e Lel nella loro analisi non mostrano significativi miglioramenti o peggioramenti, cosa che invece Bortolotti e Fotak arrivano ad affermare mostrando che la performance delle società target nel medio termine è negativa.²⁸

Per concludere la panoramica su quali siano gli effetti dell'attività dei fondi sovrani sui mercati finanziari, viene da chiedersi se siano un fattore di stabilità o instabilità per i mercati.

Per quanto riguarda la prima possibilità, si è visto come il loro peso economico negli anni sia aumentato in modo rilevante rappresentando un mercato ad altissima concentrazione in cui più del 50% della ricchezza dei fondi sovrani è in mano ai primi cinque fondi. Per analizzare gli effetti sui mercati bisogna tenere in considerazione alcune caratteristiche fondamentali, ovvero che rispetto ad altri investitori istituzionali, i SWF hanno un'avversione al rischio minore, hanno un livello di leva finanziaria molto basso e non hanno passività, condizione che permette di affrontare investimenti di lungo termine e condizioni di credit crunch. Quest'ultima caratteristica ha permesso ai SWF di svolgere un ruolo stabilizzante sui mercati andando a ricapitalizzare molte banche statunitensi durante la crisi dei subprime nel 2008, tale ruolo svolto dai fondi sovrani verrà affrontato più in dettaglio nel prossimo paragrafo. Un ulteriore fattore positivo dell'investimento dei fondi sovrani è il fatto di valorizzare maggiormente i

²⁸ Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. L., The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, febbraio 2015

mercati emergenti, integrando i mercati finanziari di tali paesi nel sistema finanziario globale.

L'altro lato della medaglia riguarda ovviamente i possibili fattori di instabilità che caratterizzano i fondi sovrani: un primo fattore potrebbe essere un'eccessiva riallocazione di capitali dal settore obbligazionario a quello azionario e dalle riserve ufficiali ai fondi stessi in virtù della loro bassa avversione al rischio. Un ulteriore punto è quello riguardante la concorrenza, nel caso di importanti partecipazioni assunte dai SWF in società che operano nello stesso mercato potrebbe portare a situazioni di abuso di potere dominante, mentre dalla sponda opposta l'attività dei fondi potrebbe portare a politiche protezionistiche da parte dei governi dei paesi riceventi i capitali. Ad ogni modo la scarsa trasparenza e il fatto che la maggior parte dei SWF siano gestiti da governi autoritari e che gli investimenti siano guidati da motivi politici più che da quelli economici è una reale preoccupazione, tali problematiche verranno discusse più dettagliatamente nell'ultimo paragrafo del seguente capitolo.²⁹

2.2 Le risposte alla crisi finanziaria del 2008

Prima di iniziare ad analizzare il comportamento dei fondi sovrani, è giusto spiegare il contesto che caratterizzava l'economia mondiale ed in particolar modo quella statunitense nell'arco temporale che va dal 2007 al 2009.

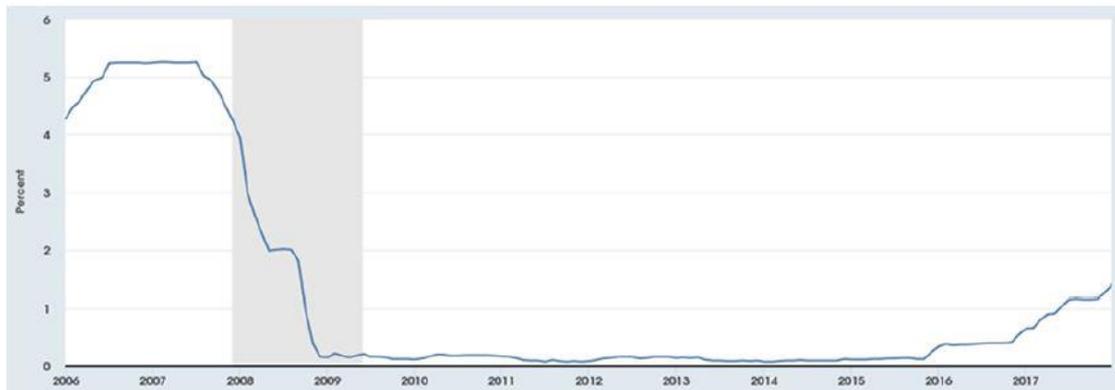
La crisi finanziaria di quegli anni, definita anche grande recessione o crisi dei subprime esplose a causa di differenti fattori: in primis i tassi di interesse erano su livelli molto bassi da qualche anno, in quanto la Fed guidata da Greenspan mise in atto una politica monetaria espansiva a seguito della crisi delle dot.com del 2001. Un ruolo cruciale all'interno della crisi lo svolse il mercato immobiliare, il quale stava vivendo una continua crescita dagli anni Novanta, questa condizione era agevolata dai tassi sui prestiti che erano molto bassi, ciò incentivò le banche a concedere prestiti a mutuatari non affidabili, definiti subprime. Allo stesso tempo il mercato finanziario stava

²⁹ Roselli A., Mazzantini G., I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi, Fondazione Astrid, dicembre 2009

affrontando un periodo di forte innovazione dove il processo della cartolarizzazione la faceva da padrone, tale condizione fu agevolata anche da una certa deregolamentazione e da un comportamento non proprio affidabile da parte delle agenzie di rating. Tutto questo insieme di fattori portò ad una forte instabilità al sistema finanziario statunitense, la quale emerse nel momento in cui la Fed alzò i tassi di interesse nel 2006 portando grandi difficoltà all'intero sistema finanziario. I mutuatari iniziarono a non pagare più i propri mutui, i prezzi delle case cominciarono a calare creando seri problemi per il sistema bancario, in quanto tutti i titoli collegati ai mutui persero gran parte del loro valore andando ad impattare pesantemente sui bilanci delle banche, le quali presentavano livelli di leva finanziaria molto elevati. Una data che rimase nella storia fu quella del 15 settembre del 2008 quando la banca d'affari Lehman Brother dichiarò il fallimento. Questo evento creò il panico all'interno del mercato finanziario, in particolare quello bancario, dove molte banche erano entrate in una profonda crisi di liquidità e sul canale interbancario aleggiava una forte sfiducia. Da crisi finanziaria a quel punto la crisi arrivò anche all'economia reale in quanto si era creata una situazione di credit crunch in cui le aziende iniziarono a far fatica ad accedere al credito bancario.

La situazione creatasi, portò le istituzioni statunitensi a dover intervenire pesantemente, l'amministrazione mise in atto due misure economiche molto vaste, il TARP nel 2008 (Troubled Asset Relief Program) e l'ARRA nel 2009 (American Recovery and Reinvestment Act). Inoltre, anche la Fed intervenne con il ruolo di prestatore di ultima istanza e mettendo in atto una politica monetaria fortemente espansiva utilizzando politiche non convenzionali come il quantitative easing, tali effetti sono mostrati nella Figura 2.3.

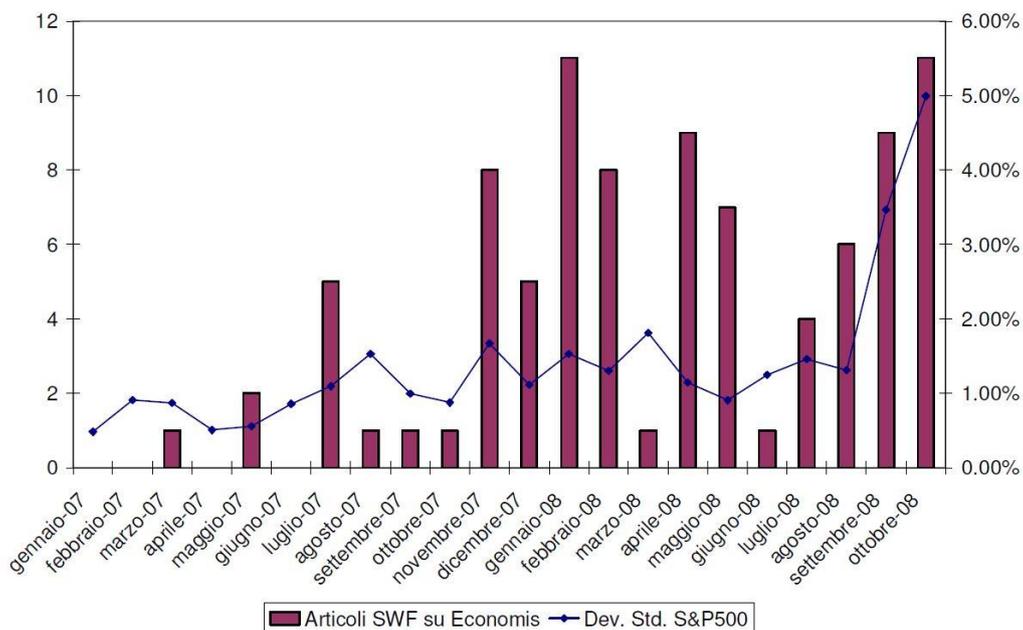
Figura 2.3 Andamento del Federal Funds Rate



FONTE: Federal Reserve Economic Data

È proprio nel periodo successivo allo scoppio della crisi finanziaria che entrano in campo in modo importante i fondi sovrani, fu nel 2008 che la loro rilevanza anche mediatica aumentò in modo rilevante.

Figura 2.4 Interesse per i fondi sovrani e volatilità dello S&P 500



FONTE: Economist e Bloomberg

Si può notare dalla Figura 2.4 come nel 2008 l'interesse per i fondi sovrani nei media ha avuto una crescita costante. Tale crescita fu accompagnata da un aumento della volatilità dell'indice di borsa statunitense S&P 500, indicando come all'aumentare delle tensioni sui mercati l'attenzione sui fondi sovrani sia cresciuta.

In quegli anni i fondi sovrani avevano aumentato il loro interesse nei confronti del settore finanziario, in particolar modo quello bancario, tale attrazione aumentò a cavallo della crisi finanziaria. Lo scoppio della crisi cambiò il rapporto tra le amministrazioni dei paesi occidentali e i fondi sovrani, in quanto prima del 2008 le istituzioni in particolar modo americane avevano un comportamento ostile nei confronti dei SWF. Un caso eclatante fu nel 2005 il respingimento da parte delle istituzioni ad un investimento del fondo di Dubai sui porti americani. Gli effetti pesanti della crisi finanziaria hanno portato ad un leggero cambio di rotta delle amministrazioni, infatti è stato permesso più facilmente ai fondi sovrani di entrare nei capitali delle banche USA.

L'intervento dei fondi sovrani in aiuto alle banche statunitensi ha rappresentato un importante incrocio tra economia e politica. Dal punto di vista economico i fondi iniziarono ad essere visti in modo positivo poiché l'investimento dei loro surplus sui titoli bancari rappresentava una scelta economicamente saggia in quanto essendo investitori di lungo periodo e non soggetti a passività potevano essere un possibile fattore stabilizzante per il sistema bancario. Dal punto di vista politico invece, la situazione era ben diversa in quanto aleggiava una certa preoccupazione di una possibile nazionalizzazione delle banche da parte dei fondi stessi.

Ad ogni modo, negli USA la reazione fu positiva, il Presidente Bush il 10 maggio del 2007 rilasciò uno Statement sull'economia aperta dove venivano mostrati gli effetti positivi per l'economia di investimenti diretti esteri.³⁰

Il ruolo rilevante svolto dai fondi sovrani durante la crisi fu appunto quello di ricapitalizzare le banche, infatti oltre ad acquisti sui mercati secondari, la maggior parte degli investimenti furono diretti a portare nuovo capitale nei bilanci delle banche. Fino a quel momento il settore finanziario aveva rappresentato uno degli obiettivi principali per i capitali dei SWF, ma solitamente le quote azionarie in capo ai fondi rappresentavano sempre una minoranza. Con la crisi, i fondi sovrani sfruttando il

³⁰ Siniscalco D., Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani, Il Mulino-Rivisteweb, 1° aprile 2008

vistoso calo dei titoli bancari, iniziarono ad assumere partecipazioni di una certa rilevanza, ad esempio nel 2008 la Qatar Investment Authority divenne il principale azionista di Barclays mentre il fondo di Singapore arrivò a detenere il 14% di Merrill Lynch diventandone il primo azionista. Inoltre, i primi due azionisti di Credit Suisse erano rappresentati da fondi sovrani. Nella Figura 2.5 vengono riportate a titolo di esempio alcune delle più grandi operazioni di ricapitalizzazione di banche americane da parte di fondi sovrani.³¹

Figura 2.5 Principali ricapitalizzazioni sulle banche USA

Banca	Fondo	Data	Investimento	
			\$ mld.	%
Citigroup	Abu Dhabi	26/11/2007	7.5	4.9
	Singapore	15/01/2008	6.9	3.7
	Kuwait	15/01/2008	3.0	1.6
Merril Lynch	Singapore (Temasek)	24/12/2007	4.4	9.4
	Corea	15/01/2008	2.0	3
	Kuwait	15/01/2008	2.0	3
Morgan Stanley	Cina	19/12/2007	5.0	9.9
Barclays	Singapore (Temasek)	23/07/2007	2.0	1.8

FONTE:SWF Institute, SWF Monitor

Ovviamente, l'intervento dei fondi sovrani è stato positivo per le banche e per il sistema finanziario, ma se si va a vedere la performance che tale strategia ha avuto sui conti dei fondi, ci si rende conto che essi hanno dovuto sostenere molte perdite. Solo nel 2008 secondo il Monitor Group le perdite degli investimenti sovrani erano quantificabili in circa 57, 2 miliardi di dollari pari ad un rendimento del -47,6%. Il dato che fa riflettere maggiormente è quello relativo alle 24 maggiori transazioni che evidenziano una perdita di 56,3 miliardi di dollari a dimostrare come la quasi totalità delle perdite derivava da solo pochi investimenti. Nella Figura 2.6 vengono riportati i primi 10 investimenti e i relativi risultati in termini di rendimento nel 2008-2009:

³¹ Chiarlone S., Ferri G., Bertoni F., Goldstein A., Drezner D., Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Osservatorio monetario n. 3/2008

Figura 2.6 Primi 10 investimenti dei SWF

ACQUIROR NAME	TARGET NAME	INVESTMENT DATE	VALUE OF INVESTMENT (\$MIL)	VALUE 03/27/2009 (\$MIL)	HOLDING PERIOD RETURN, INCEPTION TO MARCH 27, 2009	GAIN OR LOSS, (\$MIL)
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	UBS	2/8/2008	\$14,400.00	\$4,339.16	-69.87%	-\$10,060.84
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	UBS	12/10/2007	\$9,760.42	\$2,121.06	-78.27%	-\$7,639.36
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup Inc.	11/27/2007	\$7,500.00	\$684.87	-90.87%	-\$6,815.13
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Citigroup Inc	1/15/2008	\$6,880.00	\$2,370.00	-65.55%	-\$4,510.00
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	PrimeWest Energy Trust of Canada	9/7/2007	\$5,000.00	\$5,371.40	7.43%	\$371.40
China Investment Corporation	Morgan Stanley	12/19/2007	\$5,000.00	\$2,545.13	-49.10%	-\$2,454.87
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	12/27/2007	\$4,400.00	\$515.00	-88.30%	-\$3,885.00
Kuwait Investment Authority	Dow Chemical Company	7/10/2008	\$4,019.08	\$1,171.06	-70.86%	-\$2,848.02
Temasek Holdings	Standard Chartered PLC	3/27/2006	\$4,000.00	\$2,345.39	-41.37%	-\$1,654.61
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	7/27/2008	\$3,400.00	\$1,767.28	-48.02%	-\$1,632.72

FONTE: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

Come si può notare nove investimenti su dieci sono destinati al settore finanziario, in particolar modo a banche, e le perdite sono molte elevate sia in termini di rendimenti che di valore monetario. I fondi sovrani hanno sovrappesato all'interno del proprio portafoglio la quota da destinare agli investimenti nel mercato finanziario, circa il 30% del numero degli investimenti sono stati destinati a questo settore per un valore complessivo di circa il 54,6% dei capitali investiti. Nel periodo che va dal luglio 2005 a ottobre 2008 i SWF hanno immesso 90 miliardi di dollari nelle società del settore finanziario, facendo di loro, l'investitore che ha investito maggiormente al mondo sul nuovo capitale delle istituzioni finanziarie, secondi solo al governo degli Stati Uniti.³²

³² Monitor Group, Weathering the Storm, SWF Annual Report 208

A seguito dei risultati negativi ottenuti con gli investimenti nel settore finanziario e dell'instabilità dei mercati finanziari, i fondi sovrani negli anni successivi hanno rivisto leggermente la propria allocazione settoriale e gli investimenti, sia in termini di numero che di valore monetario. In particolar modo nel 2009, le transazioni dei fondi sovrani hanno mosso 83 miliardi di dollari, circa il 60% in meno rispetto al picco raggiunto nel 2007, ed anche nel 2010 gli investimenti sono calati a 58 miliardi di dollari.

Dal punto di vista dell'allocazione settoriale, i capitali destinati al settore finanziario sono crollati drasticamente passando dai 90 miliardi di dollari del 2007 agli 11 miliardi di dollari del 2009, evidenziando un leggero incremento nel 2010, con investimenti per un ammontare pari a 32 miliardi. Questi investimenti però erano destinati in minima parte alle banche, bensì la maggior parte delle operazioni ha riguardato fondi comuni, private equity e assicurazioni. Allo stesso tempo si è osservato un aumento degli investimenti nel settore energetico ed in particolar modo in quello tecnologico.³³

Riepilogando si è visto come i fondi sovrani abbiano svolto un ruolo di stabilizzatore nei mercati finanziari e in particolare nel settore bancario dopo lo scoppio della crisi dei subprime, fornendo liquidità al sistema in un periodo di credit crunch. L'esposizione al sistema bancario ha provocato performance negative, fattore che ha portato i SWF nel biennio seguente a rivedere l'eccessiva esposizione che avevano nei confronti del settore finanziario all'interno dei propri portafogli.

2.3 Il comportamento durante la pandemia di Covid-19

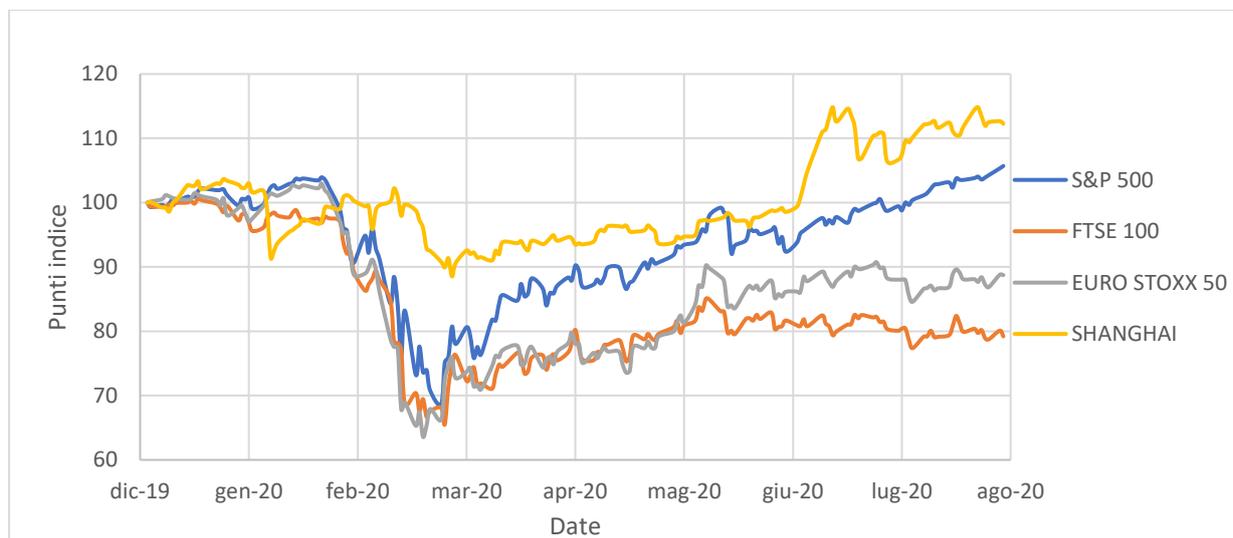
Risulta importante e soprattutto interessante data la stretta attualità dell'argomento analizzare come i fondi sovrani si siano comportati in questi primi mesi in cui l'economia mondiale è stata messa in grandi difficoltà dalla pandemia di Covid-19. La pandemia ha portato a gravi problemi sanitari in tutti i paesi del mondo, e di conseguenza le misure messe in atto dai vari governi nazionali con il fine di arginare

³³ Ciarlone A., Miceli V., Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale, Banca d'Italia, Occasional Paper, aprile 2013

l'espansione del virus sono state drastiche, attraverso i lockdown sono state bloccate le vite di tutti noi e di conseguenza la maggior parte delle attività economiche sono state sospese.

Molti settori sono riusciti a ripartire mentre altri sono tutt'ora in grande difficoltà, in primis tutte le attività legate al turismo e ai trasporti. I mercati finanziari hanno avuto una reazione fortemente negativa nel mese di marzo, momento in cui la pandemia è arrivata in Europa e negli Stati Uniti, mentre ora la situazione sembra essersi calmata anche in virtù delle misure economiche messe in atto dai governi e dalle banche centrali di tutto il mondo.

Figura 2.7 Andamento dei principali indici di borsa da inizio 2020



FONTE: Personale rielaborazione su dati Yahoo Finance

Si può notare dalla Figura 2.7 come a cavallo dei mesi di febbraio e marzo i principali indici di borsa abbiano accusato un forte colpo, mentre successivamente la situazione sia migliorata anche se in modo differente. Per esempio, l'indice cinese e quello Usa hanno addirittura superato il valore di inizio anno, mentre la situazione in Europa mostra come ci sia stata una ripresa ma non così netta da recuperare tutte le perdite. Ovviamente all'interno della stessa Europa la situazione è leggermente differente tra paese e paese.

Per quanto riguarda i fondi sovrani ci si aspetta che, in casi di difficoltà economica, i governi che possiedono un fondo sovrano vadano ad attingere dai capitali del fondo

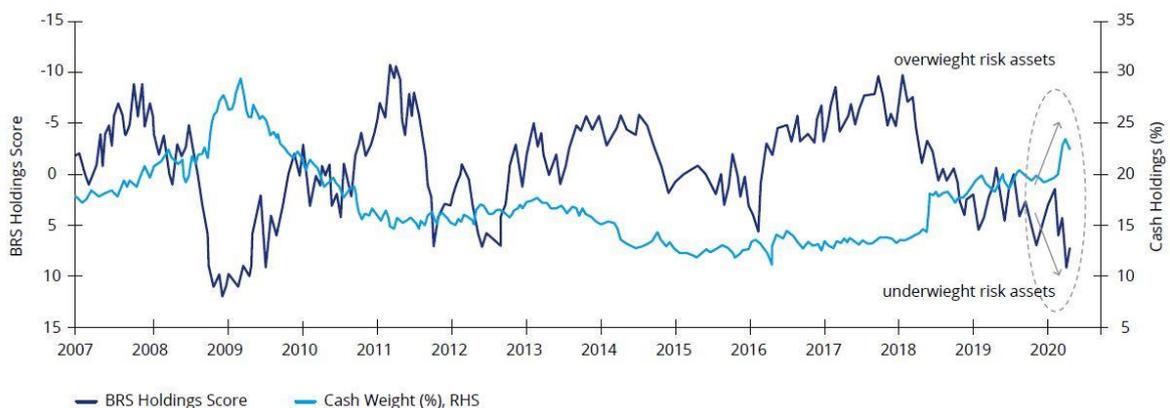
per far fronte alla crisi attraverso la vendita di beni liquidi. La crisi economica dovuta alla pandemia va a creare questo scenario, in particolar modo per i paesi esportatori di petrolio la situazione è molto complicata, in quanto oltre alla crisi economica del paese, si aggiunge il drastico calo del prezzo del greggio.

Quel che emerge dai risultati degli studi però non è esattamente questo, ovvero molti stati non hanno usato la ricchezza dei propri fondi sovrani per coprire i buchi di bilancio, anzi alcuni stati del Golfo Persico hanno preferito prendere a prestito denaro sui mercati obbligazionari.

State Street ha condotto un'analisi nella quale è andata ad intervistare i gestori di dieci fondi sovrani sia di tipo commodity che non commodity chiedendo se a causa della recente crisi avessero o meno modificato la propria asset allocation e se ci fossero stati dei prelievi da parte dei governi per affrontare la situazione.

Dallo studio è emerso che solamente in due casi i governi hanno prelevato capitale dal proprio fondo, mentre ad altri due fondi è stato chiesto di collaborare a progetti domestici. Inoltre, si nota dall'analisi di State Street che il comportamento dei fondi sovrani già all'inizio del 2020 era tendenzialmente di tipo difensivo, questo si può vedere dalla Figura 2.8 dove vengono messi a confronto la quota di liquidità nei portafogli degli investitori istituzionali con il State Street's Behavior Risk Scoreboard (BRS), ovvero una misura aggregata della propensione al rischio ricavata dai flussi di capitale e dalle partecipazioni detenute.

Figura 2.8 Propensione al rischio VS liquidità degli investitori istituzionali



FONTE: State Street Global Markets

Come si nota, molti fondi, ad inizio 2020 hanno aumentato la liquidità all'interno dei propri portafogli. Il fattore di maggior rilevanza che appare dallo studio è il fatto che i fondi sovrani non si siano fatti prendere dal panico andando a vendere azioni in grandi quantità, anzi i flussi azionari sono rimasti abbastanza costanti per i primi quattro mesi del 2020. I fondi intervistati infatti, hanno affermato che la strategia adottata è stata quella di vendere titoli a reddito fisso per acquistare azioni sfruttando il calo dei prezzi di quest'ultime.³⁴

Le perdite subite inizialmente dai fondi sovrani sono state molto elevate, JP Morgan ad inizio aprile aveva stimato perdite pari ad un trilione di dollari, in linea con quanto affermato dall'Institute for International Finance che aveva calcolato le perdite dei SWF del Golfo pari a 296 miliardi di dollari e 114 miliardi di dollari relativi alle perdite del fondo norvegese. Il problema principale lo hanno avuto i fondi sovrani i cui governi hanno prelevato capitali, così facendo oltre a ridurre il patrimonio in gestione hanno portato al realizzarsi di forti perdite prima che i mercati iniziassero a recuperare.

Ad ogni modo, ci sono strategie contrastanti: in minima parte ci sono governi che stanno attingendo i capitali dai fondi che possiedono, mentre in altri casi, ci sono fondi sovrani che hanno approfittato dei prezzi ribassati per poter acquistare a condizioni favorevoli titoli azionari. Appartengono alla prima categoria, per esempio, i fondi del Kuwait, Iran, Nigeria e quello Norvegese, quest'ultimo ha annunciato di aver ritirato 37 miliardi di dollari per far fronte alle difficoltà economiche del Paese. Altri stati hanno chiesto ai fondi sovrani di investire nelle società domestiche in difficoltà, è il caso dell'Irlanda. Inoltre, alcuni fondi come il Temasek di Singapore e i fondi australiano e russo stanno finanziando la ricerca scientifica con lo scopo di sviluppare un vaccino per il Covid-19. Altri fondi, invece, hanno approfittato del calo delle quotazioni per acquistare nuove attività, nonostante i prezzi fossero comunque elevati con rapporti prezzo/utile molto alti anche nel mese di marzo. Il caso più eclatante è quello del fondo sovrano dell'Arabia Saudita il quale si è prefissato l'obiettivo di acquistare attività per

³⁴ State Street, IFSWF, Pandemic, No Panic: Evidence from Institutional Investor flows, aprile 2020

un totale superiore ai due miliardi di dollari, concentrandosi in particolar modo sul settore energetico.

Essendo tutt'ora all'interno della crisi economica dovuta alla pandemia di Covid-19, non si può sapere come si muoveranno nei prossimi mesi i fondi sovrani, molto dipenderà dall'evolversi della crisi e per i fondi di tipo commodity soprattutto dell'andamento del prezzo del petrolio. Questa situazione ha mostrato al mondo come i fondi sovrani nonostante spesso vengano presentati come istituzione autonome, in realtà in alcuni casi costituiscono degli strumenti di politica fiscale integrati nella gestione economica del paese a cui appartengono.³⁵

2.4 Preoccupazioni per l'attività dei fondi sovrani e rischio politico

Oltre agli aspetti positivi analizzati precedentemente, i fondi sovrani vengono visti con una certa preoccupazione da parte delle istituzioni governative dei paesi riceventi i loro capitali in virtù della loro particolare costituzione. Tali preoccupazioni sono di vario tipo, le principali sono riassunte di seguito:

- La scarsa o totale mancanza di trasparenza che caratterizza i fondi sovrani porta ad una minore efficienza dei mercati finanziari ed inoltre la mancanza di informazioni rende più difficile la loro valutazione.
- L'attività dei SWF può portare a degli squilibri sul piano geopolitico tra stati non democratici i quali rappresentano la maggior parte dei possessori di fondi sovrani e gli stati democratici che rappresentano la maggiore destinazione degli investimenti.
- I governi proprietari di fondi sovrani possono attraverso gli investimenti dei propri fondi, aumentare il proprio potere contrattuale all'interno degli scenari politici tra governi che investono e governi che ricevono capitali.

³⁵ Bortolotti B., Fotak V., Hogg C., Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and Financial Resilience in Resource-Rich Countries, Baffi Carefin, Working paper 147, agosto 2020

- La rilevanza strategica degli investimenti, ovvero possono esserci investimenti in settori considerati strategici per un paese come quelli delle infrastrutture e le utilities.
- Un'ulteriore preoccupazione è la possibile appropriazione di competenze e di tecnologia derivante dagli investimenti in determinate società.
- La concorrenza rappresenta un altro tema cruciale, ossia i SWF potrebbero investire in società competitor di aziende nazionali con lo scopo di indebolirle a vantaggio delle proprie aziende.
- Impatti sull'efficienza della governance delle società target, l'ingresso nel capitale delle aziende da parte dei fondi sovrani può comportare l'aumento dei costi di agenzia.
- L'ingresso della proprietà pubblica nelle società, può portare a ridurre l'efficienza delle stesse, sia perché può esserci un peso politico nelle decisioni prese e sia per la mancanza di qualificazione nelle persone delegate.

Il tema fondamentale della trasparenza verrà affrontato nel prossimo capitolo, in questa fase l'analisi sarà incentrata sul rischio politico che possono avere le scelte di investimento da parte dei fondi sovrani.

Nel caso di SWF, si parla di rischio politico in quanto la maggior parte dei fondi ha sede in paesi governati da regimi che non rispecchiano la democrazia, dove la ricchezza in mano ai SWF è ad uso del governo. Il problema è sorto a seguito della crisi finanziaria del 2008 la quale mise in particolare difficoltà gli Stati Uniti dove si creò una forte preoccupazione di carattere geostrategico, in quanto solitamente il potere politico di un debitore dipende anche dal supporto dei creditori. In questo caso i finanziatori degli Stati Uniti erano rappresentati dai paesi del Golfo e dalla Cina, i quali storicamente non sono paesi "alleati". Quel che caratterizza la maggior parte dei fondi sovrani è il fatto di non essere alleati degli USA e di non essere paesi democratici. La debolezza finanziaria degli Stati Uniti a cavallo della crisi sotto il primo profilo diventa vulnerabilità strategica mentre dal secondo punto di vista diventa una vulnerabilità di tipo politico, ciò è dovuto al fatto che il potere statunitense si è ridotto nei confronti

degli altri stati in quanto gli USA hanno necessitato di risorse finanziarie dei paesi del Golfo e dalla Cina.

Un'ulteriore considerazione riguarda le istituzioni finanziarie internazionali le quali potrebbero perdere peso all'interno dello scenario mondiale, nel momento in cui un paese dovesse trovarsi in difficoltà finanziaria, potrebbe rivolgersi direttamente ai fondi sovrani per reperire le risorse necessarie, evitando di rivolgersi ad istituzioni quali per esempio il Fondo Monetario Internazionale il quale applica solitamente delle condizioni rigide da rispettare.³⁶

Evidenziate le possibili preoccupazioni dell'attività svolta dai fondi sovrani, bisogna successivamente analizzare se tali preoccupazioni siano fondate o meno. Il dibattito internazionale basato sul fatto che le operazioni svolte dai fondi sovrani potessero essere pericolose per i vari motivi evidenziati precedentemente, aumentò nell'arco temporale che va dal 2005 al 2008. In questi anni si sono verificati diversi investimenti da parte dei SWF in settori strategici dei paesi in cui hanno investito. Ad esempio, nel 2005 la China National Oil Corporation ha lanciato un'offerta pubblica ostile per un valore di 18,5 miliardi di dollari sulla Unocal Corporation, una importante società petrolifera americana. Sempre nello stesso anno il fondo sovrano di Dubai tentò un'acquisizione ostile nella Peninsular and Oriental Steam Navigation Company, un'azienda che possedeva alcuni dei principali porti statunitensi. Nel 2008 invece, una società controllata dal fondo sovrano di Singapore cercò di acquistare la compagnia di trasporti marittimi Hapag-Lloyd attraverso un'offerta di 7 miliardi di dollari.³⁷

In particolar modo il settore più colpito dalle acquisizioni da parte dei fondi sovrani negli anni dello scoppio della crisi è stato ovviamente il settore bancario, il quale è un settore sicuramente rilevante, di conseguenza la possibilità che l'ingresso nei capitali delle banche sia guidato da motivazioni politiche più che da quelle economiche non è un problema secondario. Tali preoccupazioni sono state attenuate da tre fattori: in

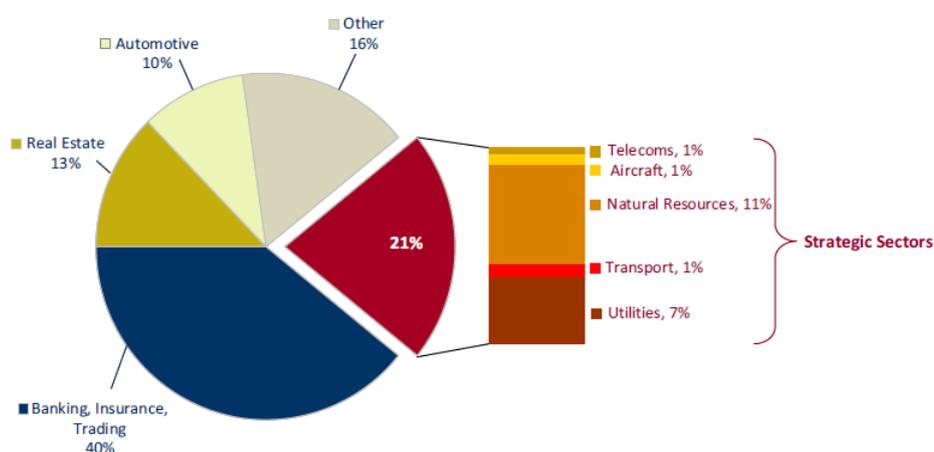
³⁶ Quadro Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?* Il Mulino, Bologna, 2009

³⁷ Alvaro S., Ciccaglioni P., *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob Discussion papers, luglio 2012

primis, gli investimenti dei SWF hanno consentito a molte banche di reperire capitali che non riuscivano a trovare sul mercato, riuscendo così a mitigare gli effetti della crisi finanziaria. Il secondo fattore, riguarda la tipologia di investimento svolto dai fondi sovrani, ovvero le partecipazioni nelle banche si sono limitate nella maggior parte dei casi in quote di minoranza o comunque in partecipazioni inferiori al 10%, questo anche per evitare ulteriori controlli da parte delle autorità. Inoltre, nei casi in cui i fondi sovrani sono diventati azionisti di maggioranza, hanno lasciato i posti dei consigli di amministrazione in mano ad altri azionisti. Terzo fattore, alcune grandi banche erano arrivate ad avere fino a quattro fondi sovrani nel proprio azionariato andando così a ridimensionare l'importanza di ognuno di essi.³⁸

Quel che emerge da un'analisi svolta da Bortolotti e Barbary riguardo al possibile rischio politico degli investimenti dei fondi sovrani ci dice che le preoccupazioni sembrerebbero non essere confermate da prove empiriche. La Figura 2.9 mostra che la quota di investimenti da parte di fondi sovrani con governi autoritari destinata a settori strettamente strategici legati alla sicurezza nazionale (telecomunicazioni, aerospaziale e difesa) sia intorno al 3% mentre se l'analisi si dovesse allargare a settori economicamente strategici come quello delle utilities e delle risorse naturali si arriva ad una quota del 21%.

Figura 2.9 Allocazione settoriale dei SWF con governi autoritari



FONTE: Sovereign Investment Lab

³⁸ Steffen K., SWFs and foreign investment policies – an update, Deutsche Bank Research, 22 ottobre 2008

Ad ogni modo, come si visto nei precedenti paragrafi, la letteratura economica ha mostrato come le società in cui i fondi sovrani hanno investito tendono ad avere delle performance negative nel lungo termine, ciò può essere spiegato proprio dal rischio politico. La maggior parte dei fondi sovrani di grandi dimensioni sono situati in paesi in cui non vige la democrazia ma bensì dei regimi autoritari, questo comporta sicuramente dei rischi anche negli investimenti dovuti all'instabilità politica di questi paesi. Quanto detto, si può notare dalla Tabella 2.6 nella quale è riportata la classifica dell'indice di instabilità politica dei paesi che possiedono i maggiori fondi sovrani.

Tabella 2.6 Indice di instabilità politica 2019

RANKING MONDIALE	NAZIONE	PUNTEGGIO	PROCESSO ELETTORALE	FUNZIONAMENTO DEL GOVERNO	PARTECIPAZIONE POLITICA	CULTURA POLITICA	LIBERTA' CIVILI	TIPOLOGIA DI REGIME
1	NORVEGIA	9.87	10.00	9.64	10.00	10.00	9.71	DEMOCRAZIA PIENA
9	AUSTRALIA	9.09	10.00	8.93	7.78	8.75	10.00	DEMOCRAZIA PIENA
43	MALESIA	7.16	9.17	7.86	6.67	6.25	5.88	DEMOCRAZIA IMPERFETTA
76	SINGAPORE	6.02	3.92	7.86	5.00	6.25	7.06	DEMOCRAZIA IMPERFETTA
115	KUWAIT	3.93	3.58	4.29	3.89	4.38	3.53	REGIME AUTORITARIO
135	RUSSIA	3.11	2.17	1.79	5.00	2.50	4.12	REGIME AUTORITARIO
137	OMAN	3.06	0.08	3.93	2.78	4.38	4.12	REGIME AUTORITARIO
149	BAHRAIN	2.55	0.83	2.71	2.78	4.38	2.06	REGIME AUTORITARIO
153	CINA	2.26	0.00	4.29	3.33	2.50	1.18	REGIME AUTORITARIO
156	LIBIA	2.02	0.00	0.00	2.78	4.38	2.94	REGIME AUTORITARIO
159	ARABIA SAUDITA	1.93	0.00	2.86	2.22	3.13	1.47	REGIME AUTORITARIO
167	KOREA	1.08	0.00	2.50	1.67	1.25	0.00	REGIME AUTORITARIO

FONTE: Rielaborazione personale su dati The Economist

Come si può vedere, escludendo Norvegia e Australia, le quali si classificano nelle primissime posizioni, la maggior parte dei paesi proprietari di fondi sovrani finisce in coda alla classifica venendo catalogati come regimi autoritari, e quindi soggetti a maggiore instabilità politica.

Bortolotti e Barbary, affermano che il rischio politico possa andare ad incidere sulle società partecipate dai fondi sovrani attraverso due canali:

- Rischio di sconvolgimento, ovvero una modifica nella gestione degli investimenti dovuto al cambiamento della situazione politica del paese proprietario del fondo.
- Rischio geopolitico, legato a possibili sanzioni ai paesi che possiedono fondi sovrani.

Per quanto concerne il rischio di sconvolgimento, in caso di disordini politici, i proprietari dei SWF possono modificare la destinazione della propria ricchezza passando da un'allocazione estera dei capitali ad un'immissione di ricchezza nel mercato interno al fine di "comprare" pace all'interno dello stato che amministrano. Un esempio di ciò, è quanto accaduto in Kuwait nel 2008, quando il governo centrale obbligò la KIA, il proprio fondo sovrano, a ritirare 3,6 miliardi di dollari dagli investimenti esteri per investire nelle società domestiche in crisi. Questi scenari possono avere ripercussione sui corsi azionari in cui i fondi sovrani investono, in quanto una vendita di titoli così grande comporta sicuramente delle tensioni al ribasso per i titoli interessati.

Per quanto riguarda il rischio geopolitico invece, essendo la maggior parte dei paesi che possiedono un fondo sovrano in mano a regimi autoritari, si possono verificare delle tensioni sociali all'interno del paese, come ribellioni e guerre civili. In questi casi le risorse in capo ai fondi sovrani di questi stati possono essere utilizzate dai regimi autoritari per sopprimere tali opposizioni politiche. Un esempio è rappresentato da quanto accaduto in Libia il 17 marzo del 2011, dove il Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite ha imposto un congelamento delle risorse in mano alle autorità libiche tra queste anche la Lia, il fondo sovrano libico, causando non pochi problemi alle società all'interno del portafoglio del fondo.

Le società partecipate dai fondi sovrani localizzati in paesi non democratici, sono più soggette a volatilità e tensioni finanziarie, ovviamente tali effetti sono tanto maggiori quanto le partecipazioni dei SWF sono grandi.³⁹

Gli investimenti dei fondi sovrani sono accompagnati da una visione contrastante: da un lato sono percepiti in modo positivo in particolar modo a seguito della crisi finanziaria, dove hanno rappresentato un importante fonte di stabilità all'interno dei mercati finanziari. Allo stesso tempo però il tema dei fondi sovrani è accompagnato da un certo scetticismo, dovuto al fatto che la maggior parte di essi appartiene ad economie caratterizzate da una politica autoritaria. Tale considerazione può portare ad una certa instabilità sulle società in cui i SWF partecipano, la cosa importante è avere una giusta regolamentazione, una di tipo più "leggera" messa in atto dalle istituzioni internazionali attraverso la creazione di determinati codici di condotta che siano adattabili il più possibile all'eterogeneo insieme dei fondi sovrani. Un'altra più "pesante" invece, che riguarda i paesi riceventi gli investimenti dei fondi sovrani in termini di investimenti esteri a tutela degli interessi nazionali. Queste tematiche regolamentari verranno analizzate nel dettaglio nel prossimo capitolo.⁴⁰

³⁹ Bortolotti B., Barbary V., Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment, Regulation of Foreign investment 2013

⁴⁰ Roselli A., Mazzantini G., I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi, Fondazione Astrid, dicembre 2009

CAPITOLO III I PROFILI REGOLAMENTARI

I fondi sovrani sono enti economici di grandi dimensioni, la loro attività può avere impatti importanti sui mercati finanziari e sugli equilibri politici mondiali. Come si è visto nei precedenti capitoli la loro struttura nella maggior parte dei casi non è chiara e le politiche di investimento delle volte possono essere guidate da motivazioni di carattere non economico.

In questo capitolo verranno analizzati i problemi riguardanti la scarsa trasparenza che caratterizza molti dei SWF e come questa opacità impatti sul loro operato. In seguito, si affronterà la regolamentazione che negli anni c'è stata, in particolar modo si analizzeranno i Principi di Santiago i quali rappresentano le linee guida regolamentari che i fondi sovrani sono invitati a seguire. Successivamente si vedrà anche la disciplina rivolta ai paesi destinatari degli investimenti dei fondi sovrani.

3.1 La scarsa trasparenza

Si è osservato come l'attività dei fondi sovrani sia accompagnata da un certo numero di preoccupazioni, un modo per poter attenuare alcune di esse è sicuramente quello di rendere i fondi sovrani il più trasparenti possibili. I SWF sono caratterizzati da avere mediamente un basso livello di trasparenza, il che può portare a pratiche di abuso di mercato o di insider trading andando ad aumentare il costo del capitale e soprattutto a diminuire la fiducia dei mercati nei loro confronti. Come affermato da Gilson R.J. e Milhaupt C.J. nel 2008, un giusto livello di trasparenza non deve essere visto come l'obiettivo finale ma bensì un obiettivo intermedio che permette di raggiungere altri scopi e far venir meno alcune preoccupazioni sull'attività dei fondi sovrani.⁴¹

A tal fine esistono due indici per misurare il livello di trasparenza dei fondi sovrani:

- Il Truman Dawson Scoreboard
- Il Linaburg-Maduell index

⁴¹ European Commission, The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Economic paper 378 aprile 2009

3.1.1 Il Truman Dawson Scoreboard

Il primo indice è stato creato da Edwin Truman del Peterson Institute nel 2007, il sistema di valutazione sui cui si basa l'indice è composto da quattro categorie:

- Struttura
- Governance
- Trasparenza e responsabilità
- Comportamento sui mercati

All'interno di ognuna delle quattro categorie vengono poste delle domande ai fondi sovrani per un totale di 33 domande della tipologia si/no. I punteggi ad ogni domanda vanno da 0 a 1 inoltre sono permesse valutazioni parziali come 0,25, 0,50 e 0,75. Per determinare il totale che il fondo sovrano ha raggiunto, il punteggio all'interno di ognuna delle quattro categorie è dato dalla percentuale raggiunta da ogni fondo in rapporto al punteggio massimo di categoria, di conseguenza il punteggio finale può variare all'intero di un campo che va da 0 a 100. Le fonti su cui si basano le valutazioni sono rappresentate dai documenti pubblicati dai fondi sovrani ed in caso non siano reperibili tali fonti, vengono usate le informazioni derivanti da interviste, conferenze stampa e siti internet.

Per quanto concerne le categorie, la prima riguardante la struttura è costituita da otto domande e si riferisce alla comunicazione delle strategie, alle fonti di finanziamento e all'integrazione con le politiche monetarie e fiscali internazionali. La categoria della governance ha sette quesiti che si basano essenzialmente sulla separazione tra i ruoli all'interno dei fondi e sulla presenza di linee guida sulla responsabilità aziendale.

La terza classe ovvero la trasparenza e la responsabilità ha al suo interno il maggior numero di domande pari a quattordici, suddivise in quattro sottocategorie quali l'implementazione della strategia di investimento, l'attività di investimento, la reportistica e l'audit. Questa è considerata la categoria principale in quanto ci sono domande inerenti alla dimensione del fondo, alla distribuzione geografica e alle

performance. Infine, l'ultima classe è composta da quattro domande inerenti alla politica di risk management, l'uso di derivati e della leva finanziaria.⁴²

Analizzato il funzionamento dell'indice di Truman è interessante andare a vedere i risultati che i fondi sovrani hanno ottenuto. Per quanto concerne questo indice la più recente valutazione appartiene al 2015 e i risultati sono mostrati dalla Figura 3.1.

Figura 3.1 Primi 20 fondi sovrani Truman Scoreboard

Norway	Government Pension Fund—Global	98
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	94
United States	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	93
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	92
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	91
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	91
Chile	Pension Reserve Fund	88
Timor-Leste	Petroleum Fund of Timor-Leste	88
United States	Alaska Permanent Fund Corporation	88
Australia	Future Fund	87
United States	New Mexico State Investment Council	84
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	82
United States	Alabama Trust Fund	82
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	81
Korea	Korea Investment Corporation	78
Palestine	Palestine Investment Fund*	77
Nigeria	Nigeria Sovereign Investment Authority	76
Singapore	Temasek Holdings	76
United States	Texas Permanent School Fund*	73
China	China Investment Corporation	70

FONTE: Peter Institute for International Economics

Quel che emerge dalla classifica finale è che il punteggio medio raggiunto dai 60 fondi sovrani analizzati è pari a 62. Il SWF che risulta essere più trasparente al mondo è il fondo sovrano norvegese con un punteggio vicinissimo al massimo e con una deviazione standard pari a 20,5. Si nota come la maggioranza dei fondi sovrani presenti nelle prime venti posizioni siano rappresentati da stati economicamente sviluppati

⁴² Bagnall A. E., Truman E.M., Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Update SWF Scoreboard, Peterson Institute for International Economics, agosto 2013

mentre nelle ultime posizioni troviamo esclusivamente paesi in via di sviluppo ad eccezione della Russia, come mostrato dalla Figura 3.2.⁴³

Figura 3.2 Ultimi 10 SWF del Truman Scoreboard

Qatar	Qatar Investment Authority	40
Vietnam	State Capital Investment Corporation	39
Russia	Russian Direct Investment Fund*	36
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	35
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Council*	33
Brunei	Brunei Investment Agency	30
Algeria	Revenue Regulation Fund	26
Libya	Libyan Investment Authority	23
United Arab Emirates	Isthmar World	23
Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	11

FONTE: Peter Institute for International Economics

3.1.2 Il Linaburg-Maduell Index

Il secondo indice preso in considerazione è quello di Linaburg e Maduell sviluppato presso il Sovereign Wealth Fund Institute nel 2008, esso viene utilizzato dagli stessi fondi sovrani nei propri report come riferimento ufficiale del proprio grado di trasparenza.

Il punteggio dell'indice va da un valore minimo di 1 ad un valore massimo di 10, dove viene assegnato un punto per il raggiungimento di ognuno dei dieci principi che costituiscono la valutazione. Il SWF Institute si raccomanda un valore pari a 8 per decretare un fondo sovrano come un fondo trasparente. I dieci principi per la valutazione sono i seguenti:⁴⁴

- Il fondo deve fornire la storia e la ragione per il quale è stato creato, la fonte della ricchezza e la struttura di governance;
- Pubblicazione di relazioni annuali aggiornate;

⁴³ Stone S.E., Truman E.M., Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics, ottobre 2016

⁴⁴ www.SWFInstitute.org Linaburg-Maduell Transparency Index

- Fornire la percentuale delle quote possedute sulle società acquistate e l'ubicazione geografica di tali partecipazioni;
- Fornire il valore di mercato del portafoglio, i rendimenti e la remunerazione della gestione;
- Mostrare le linee guida in termini di investimenti etici e politiche di investimento;
- Fornire la strategia e gli obiettivi in modo chiaro;
- Se applicabile, il fondo deve indicare le filiali e le informazioni di contatto;
- Se presenti, deve identificare la presenza di gestori esterni;
- Il fondo gestisce il proprio sito internet;
- Il fondo mostra l'indirizzo della sede principale e le informazioni di contatto.

La classifica del 2020 dell'indice di Linaburg-Maduell è mostrata dalla Tabella 3.1.

Tabella 3.1 Linaburg-Maduell Transparency Index

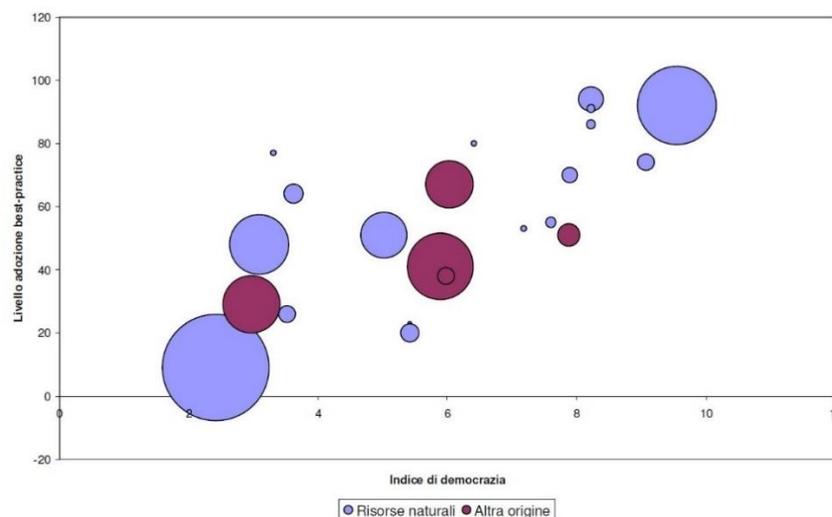
FONDO	PUN	FONDO	PUN
Alaska Permanent Fund Corporation	10	China Investment Corporation	7
Alberta Investment Management	10	GIC Private Limited	7
Chile Pension Reserve Fund	10	Heritage and Stabilization Fund	7
Fondo de Ahorro de Panama	10	Public Investment Fund	7
Future Fund	10	Russian Direct Investment Fund	7
Mubadala Investment Company	10	Abu Dhabi Investment Authority	6
Mumtalakat Holding	10	Kuwait Investment Authority	6
National Pensions Reserve Fund	10	Pula Fund	6
New Zealand Superannuation Fund	10	Fundo Soberano de Angola	5
North Dakota Legacy Fund	10	Investment Corporation of Dubai	5
Norway Government Pension Fund	10	National Council for Social Security Fund	5
Samruk-Kazyna	10	National Development Fund of Iran	5
Social and Economic Stabilization	10	Qatar Investment Authority	5
State Oil Fund of Azerbaijan	10	Libyan Investment Authority	4
Temasek Holdings	10	Oman Investment Fund	4
Alabama Trust Fund	9	Oman State General Reserve Fund	4
New Mexico State Investment	9	State Capital Investment Corporation	4
Nigeria Sovereign Investment	9	Emirates Investment Authority	3
Timor-Leste Petroleum Fund	9	Diversified Healthcare Trust	2
Wyoming Retirement System	9	Kazakhstan National Fund	2
Hong Kong Monetary Authority	8	Brunei Investment Agency	1
Ireland Strategic Investment Fund	8	FEM	1
Khazanah Nasional	8	National Fund for Hydrocarbon Reserves	1
Korea Investment Corporation	8	Revenue Regulation Fund	1

FONTE: Rielaborazione personale su dati SWF Institute

Come si può osservare al giorno d’oggi la maggior parte dei fondi sovrani ottiene un punteggio pari o superiore ad 8, indicato come il punto di svolta in termini di trasparenza. Tra i primi posti si nota come accaduto per l’indice di Truman il fondo sovrano norvegese, quello della Nuova Zelanda e i fondi degli stati federali statunitensi. È da evidenziare come il fondo Temasek di Singapore abbia ottenuto il punteggio massimo di 10, stesso punteggio raggiunto dal fondo Mudabala degli Emirati Arabi. I fondi cinesi e russo si posizionano nella parte intermedia della classifica a mostrare come in termini di trasparenza ci sia ancora molto lavoro da fare. Infine, si trova ancora un elevato numero di fondi sovrani che presentano punteggi molto bassi in particolar modo nei paesi meno sviluppati.

Nonostante le classifiche aggiornate distino di cinque anni, i risultati dei due indici sono molto simili, in particolar modo si può notare come in entrambe le classifiche ci sia una relazione tra trasparenza e democrazia. Tale evidenza è stata studiata in diversi lavori tra cui il contributo di Fabio Bertoni sull’osservatorio monetario n.3 del 2008 nel quale va ad analizzare la correlazione esistente tra il punteggio che i fondi sovrani ottengono nell’indice di Truman e il livello di democrazia misurato con l’indicatore del grado di democrazia creato dall’Economist. Il risultato dell’analisi evidenzia una fortissima correlazione positiva tra il grado di trasparenza di un fondo e il livello di democrazia presente nel paese in cui il fondo ha sede, come mostrato nella Figura 3.3.

Figura 3.3 Trasparenza e democrazia



FONTE: SWF Institute e Economist Intelligence Unit

Va ricordato che la trasparenza dell'attività dei fondi sovrani non è desiderata solamente dai paesi in cui i fondi sovrani investono bensì anche i cittadini degli stati che possiedono un fondo sovrano sono interessati alla trasparenza dei propri fondi. Questo avviene in quanto la prospettiva futura di questi stati, in particolar modo nei paesi meno sviluppati, dipende dalle scelte di investimento che vengono messe in atto.⁴⁵

Un esempio di quanto detto è rappresentato dal fondo sovrano della Nuova Zelanda il quale si posiziona da tempo nelle primissime posizioni in termini di trasparenza. Il fondo investe i ricavi derivanti dal gettito fiscale per affrontare l'aumento della spesa pensionistica neozelandese. Il fatto che le risorse del fondo provengano dai cittadini ha fatto della trasparenza un obiettivo fondamentale in quanto i cittadini vogliono sapere come vengono gestiti i loro soldi. Di conseguenza il fondo neozelandese pubblica con costanza documenti riguardanti la propria strategia di investimento, le performance su base mensile e previsioni su base annuale delle performance. Inoltre, come affermato da Adrian Or, governatore della banca centrale neozelandese, la loro politica di trasparenza comporta dei vantaggi in quanto essere trasparenti nelle proprie intenzioni ha reso più facile il confronto e la cooperazione con altre tipologie di investitori, potendo così sfruttare maggiori opportunità.⁴⁶

3.2 Regolamentazione internazionale: i Principi di Santiago

Il peso assunto dai fondi sovrani all'interno dei mercati finanziari mondiali è stato accompagnato negli anni da un elevato numero di preoccupazioni dovute alla particolare tipologia di investitori che i fondi sovrani rappresentano. Questo contesto ha portato necessariamente le istituzioni internazionali a introdurre un'adeguata regolamentazione. Le istituzioni che hanno svolto un ruolo cruciale in termini di regolamentazione dei fondi sovrani sono state essenzialmente due: la prima è il Fondo

⁴⁵ Chiarlone S., Ferri G., Bertoni F., Goldstein A., Drezner D., Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Osservatorio monetario n. 3/2008

⁴⁶ Bolton P., Samana F., Stiglitz J.E., Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing, Columbia University Press, New York 2011

Monetario Internazionale il quale è andato a regolamentare l'attività dei fondi sovrani attraverso l'applicazione di codici di condotta mentre il secondo è rappresentato dall'Ocse il quale si è concentrato invece nel dettare le linee guida per i paesi che ricevono gli investimenti.

Ci sono alcune premesse da fare prima di andare ad analizzare l'operato del FMI, innanzitutto il G8 nel summit svolto nel 2007 aveva invitato i paesi del gruppo a mantenere un clima favorevole e aperto nei confronti degli investimenti dei fondi sovrani. Sempre pochi mesi dopo nel G7 dell'ottobre dello stesso anno i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali avevano dichiarato che i SWF rappresentavano un importante attore all'interno del sistema finanziario e che la loro attività di investimento poteva rappresentare un'opportunità per i paesi che ricevevano i loro investimenti. Gli stessi ministri però davano rilievo al fatto che servisse un codice di condotta per regolamentare l'attività dei fondi sovrani in particolar modo sotto il profilo della trasparenza.⁴⁷

Sulla base di queste sollecitazioni politiche l'International Monetary and Financial Committee del FMI ha dato l'incarico all'organizzazione di creare insieme ai rappresentanti dei maggiori fondi sovrani dei codici di condotta che regolassero l'attività dei SWF. Fu così che il primo maggio del 2008 venne creato l'International Working Group, IWG, composto dai rappresentanti di venticinque paesi aderenti al FMI. Tale gruppo di lavoro era presieduto da un esponente dell'ADIA, il fondo sovrano di Abu Dhabi e dal direttore del dipartimento di mercato del FMI. L'obiettivo del gruppo fu quello di elaborare una serie di principi condivisi, Generally Accepted Principles and Practices, d'ora in poi GAPP, ai quali i fondi sovrani erano invitati ad aderire.⁴⁸

⁴⁷ Quadro Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?* Il Mulino, Bologna, 2009

⁴⁸ Roselli A., Mazzantini G., *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, Fondazione Astrid, dicembre 2009

L'IWG si riunì in tre occasioni, a Washington, a Singapore ed infine a Santiago in Cile dove l'11 ottobre del 2008 vennero pubblicati i ventiquattro principi, definiti appunto Principi di Santiago.

L'IWG ha riconosciuto l'importanza che i fondi sovrani hanno all'interno dei mercati finanziari e il ruolo fondamentale che svolgono per l'internazionalità dei mercati, i GAPP infatti si pongono i seguenti obiettivi:

- Aiutare a mantenere la stabilità del sistema finanziario e la libera circolazione dei capitali;
- Rispettare le normative relative ai requisiti di trasparenza che i paesi riceventi richiedono;
- L'investimento da parte dei fondi sovrani deve essere motivato da considerazioni di carattere economico-finanziario;
- Avere un appropriato livello di trasparenza e un'adeguata struttura di governance che permetta idonei controlli operativi.

I GAPP rappresentano un insieme di principi a cui i fondi sovrani sono tenuti ad aderire su base volontaria, la pubblicazione dei Principi dovrebbe aiutare a migliorare la conoscenza dei fondi sovrani sia nei paesi di origine che soprattutto nei paesi riceventi i capitali. Questo dovrebbe creare una maggiore stabilità finanziaria a livello globale e ridurre le possibili politiche protezionistiche introdotte dai paesi destinatari.

I GAPP sono soggetti a disposizioni di carattere intergovernativo, requisiti legali e regolamentari, di conseguenza l'implementazione di ogni principio deve essere compatibile con la legislazione del paese in cui il fondo sovrano investe.⁴⁹

Per quanto concerne la struttura, i Principi di Santiago sono costituiti da tre pilastri:

1. Primo pilastro: quadro giuridico, obiettivi e coordinamento con le politiche macroeconomiche;
2. Secondo pilastro: quadro istituzionale e struttura di governance;

⁴⁹ International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", ottobre 2008

3. Terzo pilastro: gestione degli investimenti e del rischio⁵⁰.

Il primo pilastro è affrontato nei primi cinque principi:

GAPP 1	Il quadro giuridico del fondo sovrano dovrebbe essere solido e sostenere la sua efficacia e il raggiungimento degli obiettivi dichiarati.
GAPP 2	Lo scopo politico dei SWF dovrebbe essere chiaramente definito e divulgato pubblicamente.
GAPP 3	Dove le attività dei fondi sovrani hanno un significativo impatto macroeconomico nazionale, queste dovrebbero essere coordinate con le autorità fiscali e monetarie domestiche in modo da garantire la coerenza con le complesse politiche macroeconomiche.
GAPP 4	Dovrebbero essere chiare e divulgate pubblicamente le politiche, le procedure, gli accordi in relazione alle operazioni di finanziamento, di ritiro dei capitali e di spesa da parte dei SWF.
GAPP 5	I dati statistici relativi al fondo sovrano dovrebbero essere riportati tempestivamente al proprietario o altrimenti devono essere inclusi nei dataset macroeconomici.

Il secondo principio viene sviluppato attraverso i GAPP che vanno dal numero 6 al numero 17:

GAPP 6	Il quadro di governance del SWF dovrebbe essere solido e stabilire in modo chiaro ed efficace la divisione dei ruoli e delle responsabilità al fine di facilitare l'indipendenza operativa nella gestione del fondo sovrano per perseguire i propri obiettivi.
GAPP 7	Il proprietario dovrebbe stabilire gli obiettivi del SWF, nominare i membri dei suoi organi direttivi secondo procedure chiaramente definite ed esercitare la supervisione sulle operazioni del fondo.

⁵⁰ International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles: 15 Case Studies, novembre 2014

GAPP 8	Gli organi direttivi dovrebbero agire nel migliore interesse dell'SWF e avere un chiaro mandato e competenze adeguate a svolgere le proprie funzioni.
GAPP 9	La gestione operativa del SWF dovrebbe implementare le strategie del fondo sovrano in modo indipendente e in conformità con le responsabilità definite.
GAPP 10	Il quadro delle responsabilità per le operazioni del SWF dovrebbe essere chiaramente definito nella legislazione in materia, nello statuto, altri documenti costitutivi o nell'accordo di gestione.
GAPP 11	Una relazione annuale e i rendiconti finanziari sull'attività del fondo sovrano dovrebbero essere preparati in modo tempestivo e secondo i principi contabili internazionali o nazionali riconosciuti.
GAPP 12	Le operazioni e i rendiconti finanziari del SWF dovrebbero essere verificati annualmente in conformità ai principi di revisione internazionali o nazionali riconosciuti in modo coerente.
GAPP 13	Gli standard professionali ed etici dovrebbero essere chiaramente definiti e resi noti ai membri degli organi direttivi, della direzione e del personale del SWF.
GAPP 14	La negoziazione con terze parti per gli scopi operativi del SWF dovrebbe essere basata su motivi economico-finanziari e seguire regole e procedure chiare.
GAPP 15	Le operazioni svolte dal fondo sovrano nei paesi ospitanti dovrebbero essere condotte in conformità con tutte le normative e i requisiti richiesti dai paesi stessi.
GAPP 16	Il quadro di governance e gli obiettivi, così come l'indipendenza del management dal proprietario dovrebbero essere divulgate pubblicamente.
GAPP 17	Le informazioni finanziarie relative ai SWF dovrebbero essere divulgate pubblicamente a dimostrare il proprio orientamento economico e

	finanziario, in modo da contribuire alla stabilità sui mercati finanziari internazionali e rafforzare la fiducia nei paesi destinatari.
--	---

Infine, il terzo pilastro relativo alla gestione degli investimenti e del rischio trova applicazione nei GAPP 18-24:⁵¹

GAPP 18	La politica di investimento del SWF dovrebbe essere chiara e coerente con gli obiettivi definiti in termini di tolleranza al rischio e strategia di investimento, come stabilito dal proprietario o dagli organi di governo, ed essere basata su principi di sana gestione del portafoglio.
GAPP 19	Le decisioni di investimento del fondo sovrano dovrebbero avere lo scopo di massimizzare il rendimento aggiustato per il rischio in modo coerente con la propria politica di investimento, basandosi su motivazioni di carattere economico e finanziario.
GAPP 20	Il fondo sovrano non dovrebbe cercare o trarre vantaggio da informazioni privilegiate o inappropriate dovute all'influenza del proprio governo.
GAPP 21	Gli SWF considerano i diritti di proprietà degli azionisti come un elemento fondamentale del valore del loro investimento azionario. Se un SWF scegliesse di esercitare i propri diritti di proprietà, dovrebbe farlo in modo coerente con la sua politica di investimento. Il SWF dovrebbe divulgare pubblicamente il proprio approccio generale sui titoli con diritto di voto di società quotate, inclusi i fattori chiave che guidano il fondo nell'esercizio dei diritti di proprietà.
GAPP 22	Il fondo sovrano dovrebbe avere un quadro di riferimento che identifica, valuta e gestisce i rischi delle sue operazioni.

⁵¹ International Forum of Sovereign Wealth Funds; Implementing the Santiago Principles: 12 Case Studies, novembre 2016

GAPP 23	Gli assets e le performance dell'investimento (assolute o relative ai benchmark se presenti) del SWF devono essere misurate e segnalate al proprietario secondo principi o standard definiti chiaramente.
GAPP 24	Un processo di revisione periodica dell'implementazione dei GAPP dovrebbe essere assunto da o per conto del fondo sovrano.

L'ultimo principio evidenzia come ci debba essere una revisione periodica del rispetto dei principi stessi, proprio questo fattore ha portato alla nascita nel 2009 dell'International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF, un'organizzazione no profit composta inizialmente da 23 fondi sovrani con lo scopo di rafforzare la comunità dei SWF attraverso il dialogo, la ricerca e l'autovalutazione. Ad oggi l'IFSWF è composto da oltre trenta fondi sovrani localizzati in tutto il mondo. Oltre al principale compito a cui è chiamato l'IFSWF, ovvero aiutare i membri ad implementare i Principi di Santiago, ad oggi il forum intraprende diverse attività tra le quali:

- Aiuta i membri a migliorare le loro strutture, pratiche di governance e responsabilità, nonché promuove la trasparenza incoraggiando gli affiliati a rendere pubbliche le loro esperienze nell'implementazione dei Principi di Santiago;
- Tiene seminari per aiutare i membri a migliorare le proprie capacità in termini di gestione degli investimenti grazie alla collaborazione con esperti accademici e professionisti del settore;
- Si impegna a rappresentare i membri del forum presso le comunità finanziarie e politiche globali e interagisce con i media su temi di interesse per i fondi sovrani.⁵²

I principi mostrati sono in linea con quanto il mercato richiede alle altre istituzioni finanziarie internazionali, difatti con l'adozione di questi principi i fondi sovrani guadagnano in termini di trasparenza e struttura di governance andando ad influire positivamente sulla stabilità del sistema finanziario. Inoltre, a beneficiare di tale

⁵² <https://www.ifswf.org/>

regolamentazione sono sicuramente i cittadini dei paesi che possiedono un fondo sovrano in quanto, grazie alla maggior trasparenza dettata dai GAPP, possono valutare l'impiego delle risorse pubbliche.

I principi di Santiago hanno rappresentato sicuramente una svolta sul piano della regolamentazione in quanto prima di essi era presente un vuoto giuridico ma allo stesso tempo con l'emanazione dei GAPP sono sorti cinque punti critici. Il primo riguarda la definizione dei fondi sovrani data dal FMI la quale lascia fuori una serie di soggetti come, per esempio, i fondi pensione governativi i quali possono svolgere attività del tutto simili a quelle svolte dai fondi sovrani limitando così la fiducia nei confronti dell'insieme dei principi. Il secondo punto di debolezza si riferisce alla volontarietà nell'accettare i principi da parte dei SWF, ciò rende i GAPP strumenti normativi non vincolanti. Di conseguenza non possono essere previste sanzioni nel caso non vengano rispettati i principi andando a comportare così una perdita di efficacia dei principi stessi. Il terzo punto evidenzia la mancanza di un organismo di controllo che monitori il rispetto dei principi, l'IFSWF non svolge questo ruolo in quanto coordina solamente l'implementazione dei GAPP. Il quarto punto critico ha a che fare con il sistema normativo dello stato di origine del fondo sovrano, in molti di questi paesi la diffusione al pubblico delle regole seguite dai SWF nella gestione della propria ricchezza non è prevista e potrebbe entrare in contrasto con la normativa nazionale. Per esempio, il richiamo ai principi etici potrebbe portare a diverse applicazioni in relazione all'area geografica in cui ci si trova. Infine, l'ultimo punto critico riguarda il fatto che non sono previsti casi eccezionali né procedure per giustificare una sospensione temporanea dell'applicazione dei principi, questo può portare alcuni fondi sovrani a non aderire ai GAPP in quanto appunto sono principi inderogabili.⁵³

Nonostante questi reali problemi la regolamentazione applicata in questi anni ha portato sicuramente ad una miglior trasparenza e conoscenza del fenomeno dei fondi sovrani. Al 2016 ventisei fondi appartenenti all'IFSWF hanno completato autovalutazioni dettagliate e dodici di essi hanno completato studi precisi sulla loro

⁵³ Bassan F., *The law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar, Cheltenham, 2011

esperienza nell'applicazione dei Principi di Santiago. Dalla nascita dell'IFSWF il numero di fondi è aumentato in numero ma anche nella diversità, infatti ad oggi appartengono al forum fondi di diverse dimensioni e con diverse tipologie di mandato. Questo dimostra come con il passare del tempo i fondi si stiano adattando sempre più ai requisiti che un investitore della loro portata deve avere per operare sui mercati finanziari internazionali.⁵⁴

3.3 Le linee guida per i paesi riceventi gli investimenti

Oltre a regolamentare l'attività dei fondi sovrani si è reso necessario nel tempo anche procedere a disciplinare i paesi destinatari degli investimenti dei SWF in modo tale che non mettano in atto misure protezionistiche che possono andare a sfavorire l'efficienza dei mercati. Mentre sul piano del commercio esisteva già un profilo regolamentare garantito dall'Organizzazione Mondiale del Commercio attraverso il TRIMs il quale regola gli investimenti nell'ambito degli scambi commerciali, dal punto di vista degli investimenti esteri invece, non erano presenti delle vere e proprie linee guida. Negli anni si sono succeduti una serie di tentativi di regolamentazione non andati a buon fine come, per esempio, la proposta del Multilateral Investment Agreement nel 1998. Questa situazione ha portato nel tempo gli stati a preferire unioni economiche di carattere più regionale, tra queste possono essere citate sicuramente l'UE, il NAFTA ovvero l'accordo per il libero scambio tra Stati Uniti, Canada e Messico, il MERCOSUR il quale racchiude alcuni paesi dell'America Latina e il TPP (Trans-Pacific Partnership al quale appartengono alcuni paesi dell'Oceano Pacifico. Alcuni casi di accordo sulla circolazione di merci e investimenti è rappresentato dal TTIP tra l'Unione Europea e gli Stati Uniti o il CETA tra UE e Canada del 2014. In questi trattati però non si fa mai riferimento agli investimenti da parte dei fondi sovrani. La Commissione Europea dal canto suo il 27 febbraio del 2008 ha dato vita ad un'iniziativa destinata ai fondi sovrani dal titolo "Un approccio comune europeo ai fondi sovrani". Furono molto chiare le

⁵⁴ International Forum of Sovereign Wealth Funds; Implementing the Santiago Principles: 12 Case Studies, novembre 2016

parole dell'allora presidente della Commissione Josè Manuel Barroso il quale dichiarò che l'Europa doveva rimanere aperta agli investimenti esteri e che i fondi sovrani avevano immesso liquidità nel sistema contribuendo a stabilizzare i mercati finanziari e di conseguenza potevano rappresentare un'opportunità per le imprese con i loro investimenti di lungo termine. L'Ue fissò così cinque principi in materia di SWF:

- Impegnarsi a mantenere un clima favorevole nei confronti degli investimenti esteri compresi i paesi che gestiscono i fondi sovrani;
- Sostenere lavori multilaterali con altre organizzazioni internazionali tra cui FMI e OCSE;
- Usare gli strumenti già esistenti a livello europeo e degli stati membri;
- Il rispetto degli obblighi imposti dal trattato dell'Unione Europea e degli impegni accettati a livello internazionale;
- Proporzionalità e trasparenza.⁵⁵

Questo rappresenta l'unico documento di carattere europeo riferito esplicitamente alla regolamentazione dei fondi sovrani. Negli anni erano state presentate tre possibilità di regolamentazione da parte dell'Unione Europea nell'ambito dei SWF, la prima riguardava la creazione di un Comitato europeo con il ruolo di valutare l'impatto che i possibili investimenti sovrani extra UE potessero avere sulla sicurezza europea. Il secondo si riferiva alla realizzazione di un golden share di carattere europeo proposto dall'allora Presidente della Francia Sarkozy. Quest'ultimo reputava che il modo migliore per difendere le aziende europee dall'acquisizione da parte di investitori esteri fosse quello di acquistare quote azionarie delle stesse società a livello europeo piuttosto che a livello di singoli paesi. Infine, l'ultima possibilità era rappresentata dalla creazione di un fondo sovrano europeo che potesse concorrere con gli altri fondi sovrani presenti nel mondo.

Per quanto riguarda la prima possibilità, l'UE ha mostrato negli anni un approccio leggero andando a sostenere principi stabiliti da altre organizzazioni internazionali.

⁵⁵ Proposte della Commissione al Consiglio europeo sui fondi sovrani e sulla stabilità finanziaria, 27 febbraio 2008

Inoltre, anche il meccanismo del golden share a livello europeo non prese piede essenzialmente per due ragioni: la prima aveva a che fare con la necessità di capitali che avevano le società europee all'indomani della crisi finanziaria. La seconda invece riguardava la difficoltà di trovare un accordo all'interno della stessa Unione Europea in quanto c'erano paesi più aperti agli investimenti esteri come il Regno Unito e stati più protezionisti come Germania e Francia. Infine, il terzo punto riguardante il fondo sovrano di carattere europeo ha visto la nascita del fondo europeo per gli investimenti strategici, FEIS, il quale però nonostante abbia punti in comune con i classici fondi sovrani si differenzia da questi rispondendo più ad esigenze di tipo economico-strategiche e investendo soprattutto in imprese di media dimensione con lo scopo di creare lavoro e crescita nel lungo termine.⁵⁶

Una chiara regolamentazione per i paesi destinatari degli investimenti dei fondi sovrani è arrivata dall'OCSE nel 2009. L'OCSE rappresenta il principale forum internazionale di analisi politica e di sviluppo delle linee guida per le buone pratiche di politica di investimenti, ed è per questa ragione che gli è stato richiesto da parte dei ministri delle finanze del G7 di sviluppare le linee guida per le politiche dei paesi beneficiari degli investimenti dei fondi sovrani. Il lavoro svolto rientra all'interno del progetto del comitato di investimento dell'OCSE chiamato "*Freedom of Investment, National Security and Strategic Industries*" ed ha beneficiato del contributo anche di paesi non appartenenti all'organizzazione. L'OCSE ha sviluppato una serie di linee guida per armonizzare le politiche messe in atto dai paesi riceventi i capitali dei SWF affinché questi vengano valutati come gli altri investitori e assicurandosi che le politiche dei paesi destinatari non vadano a creare delle barriere ad un afflusso efficiente di capitali.⁵⁷

⁵⁶ Calamita M.R., Fondi sovrani e diritto internazionale degli investimenti: recenti tendenze, Il Mulino-Rivisteweb, Diritto pubblico comparato europeo, Fascicolo 3, luglio-settembre 2016

⁵⁷ Paulson A.L., Raising capital: The role of sovereign wealth funds, Chicago Fed Letter, The Federal Reserve Bank of Chicago, gennaio 2009, numero 258

Il rapporto dell'OCSE inizia evidenziando i lati positivi degli investimenti da parte dei fondi sovrani sottolineando come essi possano avere un effetto stabilizzatore sui mercati finanziari. Inoltre, viene messo in risalto come l'attività dei SWF possa contribuire allo sviluppo dell'economia domestica, per esempio, proteggendo la propria economia dalla volatilità dei prezzi delle materie prime. Citati i punti a favore dell'attività dei fondi sovrani l'OCSE ricorda come gli strumenti già esistenti all'epoca sugli investimenti esteri contengano già cinque principi da rispettare per i paesi destinatari affinché non vengano usate misure protezionistiche.

- Non discriminazione, ovvero gli investitori stranieri devono essere trattati nello stesso modo in cui vengono trattati investitori nazionali in situazioni simili. Gli strumenti dell'OCSE si impegnano direttamente a proteggere le libertà di investimento dei fondi sovrani stabiliti in paesi membri dell'OCSE, ma l'impegno è rivolto per quanto possibile a tutti i membri del FMI.
- Trasparenza, le informazioni sulle limitazioni agli investimenti esteri devono essere esaustive e accessibili a tutti.
- Liberalizzazione progressiva, i membri dell'OCSE si impegnano a eliminare gradualmente le restrizioni sugli investimenti esteri nei propri paesi.
- I paesi si impegnano a non introdurre nuove restrizioni.
- Liberalizzazione unilaterale, i paesi appartenenti all'OCSE si impegnano a permettere agli altri membri di trarre vantaggio dalle misure di liberalizzazione che assumono e di non condizionare tali misure di liberalizzazione. La prevenzione della reciprocità è una tradizione politica dell'OCSE.

L'organizzazione inoltre riconosce il diritto ai paesi affiliati di intraprendere azioni di tutela per proteggere la sicurezza nazionale. Tuttavia, invita i paesi ad applicare tali azioni in modo moderato. I partecipanti al progetto dell'OCSE hanno concordato una serie di principi chiave che dovrebbero guidare i governi nell'affrontare i problemi legati alla sicurezza nazionale all'interno del contesto degli investimenti esteri. Tali principi sono i quattro seguenti:

1. Non discriminazione: i governi devono usare lo stesso metro di paragone per gli investimenti di diversa nazionalità riferiti a situazioni simili, andando a verificare effettivamente se ci siano le condizioni per applicare determinate misure restrittive nei confronti degli investimenti che vanno a minare la sicurezza nazionale.
2. Trasparenza /prevedibilità: mentre è nell'interesse degli investitori e dei governi mantenere confidenziali le informazioni sensibili, gli obiettivi, le regole e le procedure devono essere rese il più trasparenti possibili.
 - 2.1. Codificazione e pubblicazione: le leggi primarie e secondarie dovrebbero essere rese disponibili al pubblico in modo semplice attraverso per esempio siti internet.
 - 2.2. Notifica preventiva: i governi dovrebbero prendere provvedimenti per informare le parti interessate sui piani riguardanti la modifica delle politiche di investimento.
 - 2.3. Consultazione: i governi dovrebbero chiedere il punto di vista delle parti interessate quando stanno prendendo in considerazione di modificare le politiche di investimento.
 - 2.4. Equità procedurale e prevedibilità: alle procedure di revisione degli investimenti stranieri devono essere applicati termini rigorosi. Le informazioni sensibili fornite dall'investitore dovrebbero essere protette. Laddove possibile, dovrebbero essere prese in considerazione regole che prevedano l'approvazione delle transazioni se non vengono rispettati i termini.
 - 2.5. Divulgazione delle azioni sulle politiche d'investimento: è il primo passo per garantire la responsabilità: i governi dovrebbero garantire una comunicazione adeguata riguardante le azioni sulle politiche di investimento, ad esempio, attraverso comunicati stampa o relazioni annuali.
3. Proporzionalità normativa: le restrizioni agli investimenti non dovrebbero essere maggiori di quanto sia necessario per proteggere la sicurezza nazionale, inoltre dovrebbero essere evitate quando le misure già esistenti sono adeguate ad affrontare le minacce alla sicurezza.

- 3.1. Le preoccupazioni essenziali per la sicurezza sono autogiudicate: l'OCSE riconosce ad ogni paese membro il diritto di determinare ciò che è necessario per proteggere la propria sicurezza nazionale.
 - 3.2. Focus ristretto: le restrizioni agli investimenti dovrebbero concentrarsi strettamente sulle preoccupazioni riguardanti la sicurezza nazionale.
 - 3.3. Competenza adeguata: sono necessarie delle competenze adeguate a valutare le implicazioni delle restrizioni rispetto ai benefici derivanti da una politica di investimento aperta.
 - 3.4. Risposte su misura: le misure restrittive sugli investimenti dovrebbero rivolgersi ai rischi specifici di ogni singola proposta di investimento.
 - 3.5. Ultima risorsa: le misure restrittive sugli investimenti dovrebbero rappresentare l'ultima risorsa disponibile in mano ai governi quando altre risorse politiche come licenze settoriali, politiche sulla concorrenza e regolamenti sui mercati finanziari non possono essere utilizzati per eliminare le preoccupazioni riguardanti la sicurezza nazionale.
4. Responsabilità: le procedure per il controllo parlamentare, il controllo giudiziario, le decisioni di bloccare un investimento devono essere prese ad alti livelli governativi per garantire la responsabilità delle autorità di attuazione.⁵⁸

Grazie a queste due iniziative di regolamentazione da parte del FMI con i Principi di Santiago e l'OCSE con le linee guida per i paesi destinatari, il rapporto tra i fondi sovrani e i governi dei paesi in cui i SWF investono ne esce rafforzato. Dal punto di vista dei fondi sovrani, essi trovano un ambiente più aperto grazie alle minori misure protezionistiche messe in atto dai governi dei paesi in cui vanno ad investire. Dal punto di vista dei paesi riceventi, la maggior regolamentazione ed in particolar modo la maggior trasparenza dei fondi sovrani dovuta al rispetto dei GAPP rende gli investimenti dei fondi sovrani più appetibili.

La cooperazione tra i paesi d'origine dei fondi sovrani e i governi dei paesi destinatari mescolata al contributo di organizzazioni internazionali come il Fondo Monetario

⁵⁸ OECD, Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, Investment Committee Report, 4 aprile 2008

Internazionale e l'OCSE non può che portare ad una maggior fiducia all'interno dei mercati finanziari arrivando ad avere una maggiore stabilità sul mercato e ad una più ampia apertura nei confronti degli investimenti esteri.⁵⁹

⁵⁹ Quadro Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?* Il Mulino, Bologna, 2009

CAPITOLO IV IL FONDO SOVRANO NORVEGESE: CARATTERISTICHE PRINCIPALI ED ANALISI DELL'INVESTIMENTO AZIONARIO INGLESE

Nei precedenti capitoli sono state analizzate le peculiarità che caratterizzano i fondi sovrani in generale, ora l'attenzione in quest'ultimo capitolo si sposta sull'analisi di un particolare SWF: il fondo sovrano norvegese chiamato Government Pension Fund Global (GPF) il quale rappresenta il fondo sovrano con la maggiore ricchezza al mondo.

4.1 La nascita e la struttura del fondo

Nel caso della Norvegia, il fondo sovrano è un fondo di tipo commodity, ovvero deriva la propria ricchezza dalla vendita del petrolio. Fu proprio la scoperta di giacimenti petroliferi avvenuta nel 1969 a portare un grande cambiamento all'economia norvegese. Il fondo è nato con l'obiettivo di proteggere l'economia norvegese dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio ed allo stesso tempo di porsi come un investitore di lungo periodo per salvaguardare il benessere delle future generazioni. Il 25 ottobre del 1969 venne scoperto il primo giacimento petrolifero norvegese, l'Ecofisk il quale iniziò la produzione nel 1971.

La scoperta del petrolio diede inizio ad un dibattito di come tale risorsa avrebbe potuto influenzare l'economia norvegese, e soprattutto le modalità con cui andava utilizzata la ricchezza generata dal petrolio stesso. Il Ministero delle Finanze nel 1974 presentò appunto un rapporto parlamentare su queste tematiche. La misura che prese piede inizialmente era quella di creare un'imposta speciale sui guadagni della produzione del petrolio, la quale rappresenta tutt'ora uno degli aspetti principali della politica fiscale norvegese, con i profitti dei produttori di petrolio che vengono tassati fino al 78%.

La prima volta in cui si parlò di creare un fondo fu nell'aprile del 1983 grazie al The Tempo Committee il quale era presieduto dall'allora governatore della Banca Centrale Hermond Skanland. Il comitato presentò un rapporto nel quale proponeva di creare un fondo per far confluire i guadagni derivanti dall'entrate petrolifere con la possibilità di

spendere solamente l'equivalente del rendimento reale. La svolta avvenne il 22 giugno del 1990 quando il parlamento norvegese approvò una legge per istituire il Government Petroleum Fund, con lo scopo di trasferirci in modo regolare i ricavi delle entrate petrolifere. Questi ricavi derivano principalmente dalle tasse sulle compagnie petrolifere o dai redditi derivanti dagli investimenti diretti dello stato nella produzione di petrolio. In quegli anni, però, l'economia norvegese non navigava in buone acque in quanto il prezzo del petrolio era crollato con una conseguente diminuzione delle entrate per lo stato e inoltre l'economia interna stava soffrendo a causa di una crisi bancaria. L'insieme di questi fattori fece andare in negativo i saldi dei bilanci pubblici dei primi anni del '90.

Verso la seconda metà del decennio l'economia norvegese iniziò a crescere grazie all'aumento del prezzo del petrolio, il 30 maggio del 1996 il fondo norvegese beneficiò del primo trasferimento di capitali da parte del Ministero delle Finanze per un valore pari a quasi due miliardi di corone norvegesi. Nel 1997 il fondo era totalmente investito in titoli di stato, e così l'allora Ministro delle Finanze decise di investire il 40% della ricchezza nel mercato azionario. L'anno successivo, il primo gennaio del 1998 venne costituita la società Norges Bank Investment Management con il compito di gestire il fondo sovrano per conto del Ministero delle Finanze.

Nel 2005, il Government Petroleum Fund cambiò nome in Government Pension Fund Global, la modifica non comportò modifiche istituzionali ma andò ad indicare come l'intenzione fosse quello di sostenere in futuro la spesa pensionistica nazionale.

Sono di seguito riportati gli eventi più rilevanti dal 2005 al giorno d'oggi:

- 2007: il Ministero delle Finanze aumenta la quota azionaria dal 40% al 60%, introducendo inoltre società a bassa capitalizzazione nel proprio portafoglio.
- 2008: il Ministero delle Finanze include l'investimento immobiliare tra le possibili asset class per una quota massima del 5% del totale della ricchezza gestita.

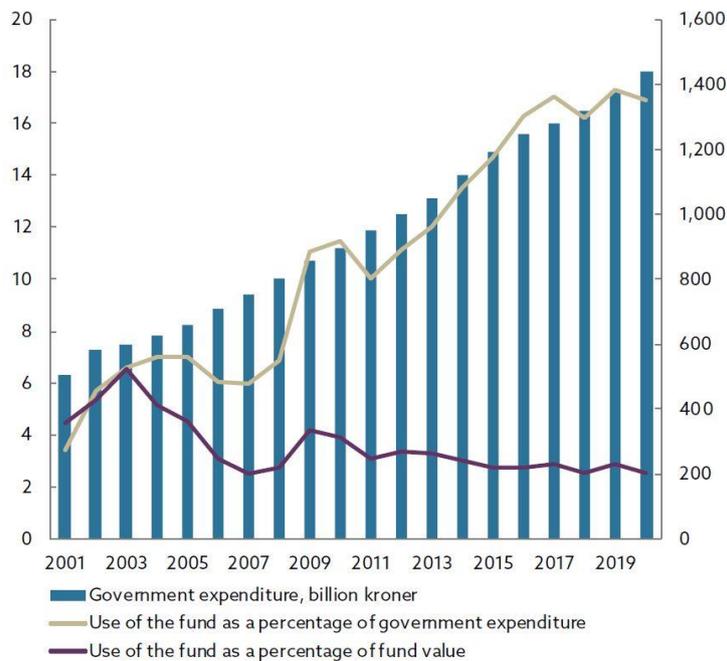
- la crisi finanziaria ha pesanti effetti sulla redditività del fondo andando a segnare un rendimento negativo del -23,3%.
- 2009: vengono varate le prime linee guida sull'investimento etico.
- 2011: viene effettuato il primo investimento immobiliare, con l'acquisto di una partecipazione pari al 25% della proprietà di Regent Street a Londra.
- 2012: viene annunciato dal Ministero delle Finanze l'intenzione di ridurre in modo graduale le partecipazioni azionarie in società europee e di aumentare gli investimenti nei paesi emergenti.
- 2015: a partire da quest'anno, è la Norges Bank a decidere sugli investimenti e i disinvestimenti.
- 2017: cambia il modello di gestione, la Norges Bank decide l'allocazione immobiliare fino ad un massimo del 7% della ricchezza gestita.
- 2019: il 25 ottobre, il valore del fondo raggiunge per la prima volta il valore di 10.000 miliardi di corone norvegesi.

Il cambio di nominativo del 2005 in Government Pension Fund Global faceva presagire quale sarebbe stato lo scopo dell'investimento del fondo, ma sul piano istituzionale non ci furono modifiche. Solamente nel 2019 il Ministro delle Finanze Siv Jensen ha proposto una modifica degli obiettivi del fondo inserendo il sostegno del sistema pensionistico tra i principali scopi del fondo sovrano. Il fondo rimane tutt'oggi integrato all'interno della politica di bilancio del governo norvegese, inoltre la legge sui fondi pensione emanata dal parlamento afferma che nel caso di deficit del bilancio pubblico, questo debba essere finanziato attraverso un prelievo dal fondo. Il GPFG svolge il ruolo di conto di risparmio di lungo periodo a cui il governo può attingere in caso di difficoltà, ovviamente entro alcuni limiti stabiliti.

Come si può vedere dalla Figura 4.1, la spesa pubblica norvegese ha avuto negli anni una tendenza crescente così come crescente è stato l'uso del fondo in percentuale alla stessa spesa (linea grigia), mentre la percentuale di prelievi sull'ammontare del

patrimonio del fondo è diminuita nel tempo ad indicare la forte crescita che c'è stata in termini di asset gestiti.⁶⁰

Figura 4.1 Spesa pubblica e uso del fondo per finanziare il deficit



FONTE: NBIM, Investing with a mandate, dicembre 2019

4.1.2 L'organizzazione e la governance

Data la grandezza raggiunta dal fondo sovrano norvegese, affinché la gestione sia efficace è necessario che ci sia una chiara organizzazione tra i diversi organi istituzionali norvegesi. Il GPFG è caratterizzato da un sistema di governance molto chiaro ed efficiente il che lo contraddistingue dalla maggior parte dei fondi sovrani globali i quali sono caratterizzati da poca chiarezza nei ruoli e dalla mancanza di trasparenza. La struttura di base può essere definita come segue:



⁶⁰ <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>

Il parlamento ha stabilito il quadro formale riguardo il GPFG all'interno della legge sui fondi pensione governativi. Il Ministero delle Finanze ha la responsabilità generale del fondo e pubblica le linee guida per la sua gestione. Norges Bank è il responsabile della gestione del fondo ma la gestione operativa è stata delegata alla società Norges Bank Investment Management.

Il Ministero delle Finanze deposita i capitali relativi al fondo sovrano come deposito presso un conto nella Norges Bank in corone norvegesi, la banca gestisce tali fondi seguendo un mandato di gestione. La banca centrale investe le somme depositate a proprio nome andando a creare un portafoglio di strumenti finanziari di diversa tipologia i quali devono rientrare all'interno di quanto permesso dal mandato di gestione. Il mandato è composto essenzialmente da quattro aree: principi generali, l'indice di benchmark, le restrizioni e i requisiti di trasparenza.

Per quanto riguarda la prima parte viene fissato l'obiettivo che si prefigge la Banca Centrale, ovvero quello di generare il massimo rendimento possibile al netto dei costi, prendendo decisioni di investimento, esercitando i diritti di proprietà in modo indipendente rispetto al Ministero e investendo inoltre in modo responsabile.

La gestione del fondo si basa sulla presenza di due indici di benchmark, uno per il mercato azionario e uno per il mercato del reddito fisso. La presenza dell'indice di riferimento è una cosa che ha accompagnato il fondo sovrano norvegese fin dalla nascita, infatti il Ministero delle Finanze indicò già nel 1997 alla Norges Bank di usare gli indici di riferimento per la gestione del fondo. La proporzione degli indici è riassumibile in un 70% per quello azionario e un 30% obbligazionario.

Per quanto riguarda l'indice benchmark per il portafoglio azionario è stato identificato il FTSE Global All Cap, la parte azionaria del portafoglio può essere investita in azioni quotate su mercati regolamentati, o titoli quotati che possono essere considerati equivalenti alle azioni, come certificati di deposito. Per quanto concerne le società non quotate il fondo sovrano norvegese può investire solamente in quelle società i cui

consigli di amministrazione hanno espresso l'intenzione di quotarsi, di conseguenza è escluso il mero investimento in società non quotate.

Dal punto di vista del mercato del reddito fisso, l'indice di riferimento è composto per un 70% da titoli di stato mentre per la restante parte da obbligazioni societarie. Per quanto riguarda i titoli di stato dei paesi sviluppati si fa riferimento all'indice Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked, mentre per i mercati emergenti all'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond. Nel mandato di gestione, inoltre è citato il divieto di investire in titoli di imprese norvegesi, titoli denominati in corone norvegesi, o in società il cui scopo principale è quello di investire in Norvegia.

All'interno del mandato di gestione sono presenti anche alcune restrizioni sulle politiche di investimento, di seguito sono riportate le più significative:

- Vincoli nell'asset allocation, ovvero la quota azionaria può variare tra il 60% e l'80% del totale del portafoglio gestito, mentre per la parte del reddito fisso il vincolo va dal 20% al 40%, infine, nel mercato immobiliare può essere investito al massimo il 7% del totale del portafoglio.
- la volatilità del tracking error annualizzata non deve superare l'1,25%.
- Per quanto riguarda i titoli a reddito fisso, il peso di obbligazioni di governi e società domiciliate in paesi emergenti non può superare il 5% del totale degli investimenti nel mercato a reddito fisso.
- Il fondo non deve detenere quote superiori al 10% di azioni con diritto di voto in qualsiasi società.

L'ultima sezione del mandato di gestione si riferisce ai requisiti di segnalazione e trasparenza, la quale rappresenta una caratteristica fondamentale per creare fiducia all'interno di un'organizzazione complessa com'è il fondo sovrano norvegese. In Norvegia la trasparenza è da sempre vista come una cosa molto importante, il rapporto tra la Norges Bank e il Ministero delle Finanze è caratterizzato da obblighi di informazione, ovvero la banca deve presentare il piano strategico al Ministero, ed informarlo del valore del portafoglio di investimento e nel caso di sostanziali

cambiamenti. In particolar modo quando avvengo situazioni di superamento dei limiti sulla gestione degli investimenti, la Banca Centrale deve presentare al Ministero una valutazione riguardante la modifica degli investimenti affinché essi rientrino entro i limiti stabiliti dal mandato di gestione, inoltre con cadenza trimestrale si svolgono riunioni tra la Norges Bank e il Ministero delle Finanze.⁶¹

Per quanto riguarda la struttura, la squadra della Norges Bank Investment Management è composta da 540 dipendenti suddivisi in quattro aree, 48 in quella amministrativa, 292 in quella degli investimenti, 142 in quella del settore IT E 78 nell'area del controllo dei rischi. Proprio la sezione IT rappresenta un punto di forza del fondo sovrano norvegese in quanto la gestione degli investimenti è fortemente automatizzata.

Un fattore di rilievo nella gestione del fondo sovrano è ricoperto da un'accurata attenzione alla struttura dei costi di gestione, i quali negli anni sono diminuiti nonostante un aumento degli investimenti immobiliari e azionari. Nel 2019 i costi di gestione si sono attestati ad un valore pari a 4,3 miliardi di corone. Ogni anno viene fissato un tetto da parte del Ministero delle finanze in termini percentuali sul totale delle attività gestite, tale vincolo nel 2019 era pari a 7 punti base, tetto ampiamente rispettato con un valore dei costi di gestione pari allo 0,047%.

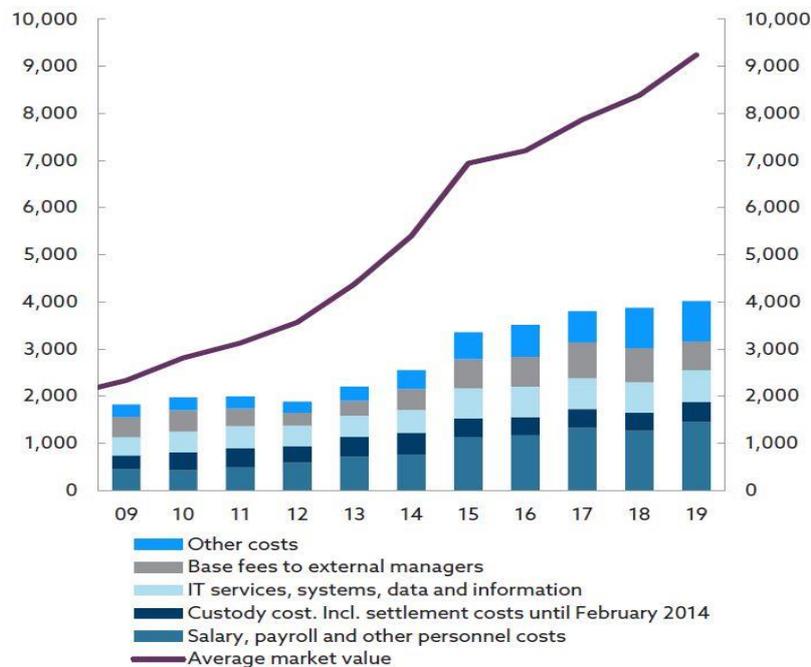
Come fatto da molti fondi sovrani, anche nel caso norvegese una buona parte degli investimenti viene affidata a gestori esterni, in particolar modo in mercati non sviluppati o in società di media capitalizzazione, tali costi hanno rappresentato il 21% dei costi totali di gestione nell'ultimo anno.

Una tipologia di costo che può avere un forte impatto è quella dei costi di transazione come tasse, commissioni e bolli. Il fondo per rendere maggiormente efficiente il proprio operato tiene in considerazione tali costi all'interno delle proprie strategie di investimento cercando di ridurre al minimo le transazioni, di conseguenza si potrebbe

⁶¹ Norges Bank Investment Management, Management mandate for the Government Pension Fund Global, novembre 2019

osservare una minore operatività in mercati caratterizzati da commissioni e tassazione elevate.⁶²L'impatto dei costi di gestione del fondo sovrano norvegese negli ultimi dieci anni sono riportati nella Figura 4.2.

Figura 4.2 Impatto dei costi di gestione



FONTE: NBIM, Government Pension Fund Global, Annual report, 2019

4.2 La strategia d'investimento e l'asset allocation

La missione della Norges Bank nella gestione del fondo sovrano norvegese è quella di reinvestire i guadagni derivanti dalla vendita del petrolio per salvaguardare il benessere delle future generazioni. Altro scopo fondamentale è quello di proteggere l'economia norvegese dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio, andando ad attingere ai capitali del fondo in momenti di difficoltà economica.

Il fondo sovrano norvegese si può considerare un investitore globale in quanto va ad investire in un vasto numero di stati, in più di 9000 società e la totalità degli investimenti è situata al di fuori della Norvegia. La linea di principio seguita è quella di investire in tutti i mercati che rendano possibile un investimento efficiente senza un

⁶² Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report, 27 febbraio 2020

rischio troppo elevato. Come si è visto nel precedente paragrafo, nel mandato di gestione viene detto di seguire degli indici di riferimento: uno per il mercato azionario, il FTSE Global All Cap che comprende 8420 società ed uno per il mercato obbligazionario, il Bloomberg Barclays Index che comprende 14516 obbligazioni di 2150 emittenti. Il fondo investe in una più vasta gamma di prodotti rispetto a quanto fatto dai benchmark, difatti il fondo investe nel settore immobiliare e in infrastrutture per le energie rinnovabili come definito nel mandato di gestione in termini di investimento sostenibile. Di conseguenza, il portafoglio di riferimento costituisce solamente un punto di partenza per raggiungere l'obiettivo di creare il miglior profilo possibile in termini di rischio-rendimento nel lungo termine rispettando i vincoli imposti dal mandato di gestione.⁶³

Per quanto riguarda il mercato azionario il processo di investimento è composto da diverse fasi: la prima riguarda la valutazione, l'approvazione del mercato e dell'investimento i quali devono essere in linea con la strategia di investimento del fondo, in seguito viene fatta un'analisi dei rischi possibili analizzando anche i possibili problemi strutturali del paese a cui appartiene il titolo azionario in esame. In particolare, il fondo ha puntato in questi ultimi anni a paesi definiti di frontiera, ovvero appartenenti a mercati meno maturi, investendo in questi paesi prima che entrino nei benchmark di riferimento così da poter sfruttare prezzi più convenienti.

Nel mercato obbligazionario, il processo di valutazione è il medesimo utilizzato per il mercato azionario, in questo ambito le più grandi discussioni si sono svolte sul tema dei paesi emergenti. Attualmente il fondo sovrano norvegese presta denaro a 54 governi differenti, compresi molti paesi emergenti. Il mandato di gestione, però fissa un massimo del 5% del totale dell'investimento obbligazionario da destinare ai titoli di questi stati. Anche per quanto riguarda i paesi sviluppati sono state prese delle accortezze da parte della Norges Bank in particolar modo dopo la crisi del debito sovrano che colpì i paesi europei nel 2011. La crisi creò forti preoccupazioni agli investitori tra cui il fondo sovrano norvegese in termini di solidità fiscale dei paesi

⁶³ Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report, 27 febbraio 2020

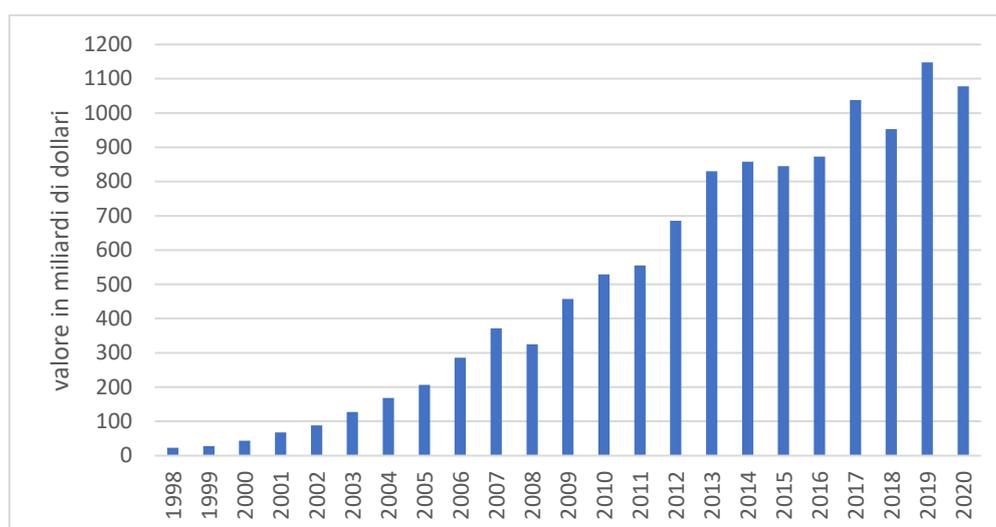
coinvolti, ciò spinse il Ministero delle Finanze nel 2012 a inserire all'interno del mandato di gestione delle nuove restrizioni inerenti alla solidità fiscale dei paesi in cui investe il fondo. Questa nuova restrizione ha portato a sottopesare i titoli a reddito fisso dei paesi europei che mostravano delle finanze pubbliche in difficoltà e a sovrappesare le obbligazioni di paesi ritenuti più solidi. Il fondo per misurare la solidità dei paesi europei ha utilizzato diversi indicatori economici tra cui il rapporto debito pubblico-PIL, i saldi di bilancio e il costo del debito.

Infine, la terza area di investimento è rappresentata dal mercato immobiliare dove il fondo ha iniziato nel 2010 ad investire in proprietà immobiliari non quotate con lo scopo di diversificare il proprio portafoglio di investimento e di sfruttare occasioni di rendimento nel lungo periodo. Inizialmente i fondi necessari per l'acquisto degli immobili derivavano dalla vendita di titoli a reddito fisso, a partire dal 2017 l'acquisto di proprietà immobiliari venne finanziato con una vendita combinata di azioni e obbligazioni. Per evitare il rischio di cambio solitamente il gestore vende azioni e obbligazioni nella stessa valuta con cui viene acquistato l'immobile.⁶⁴

Come mostrato dalla Figura 4.3, il valore del fondo è cresciuto negli anni in modo quasi costante fino ad arrivare a fine 2019 alla cifra di 10400 miliardi di corone norvegesi, l'equivalente di 1144 miliardi. Il 2020 come per tutto il mercato finanziario mondiale ha comportato una diminuzione nel valore del fondo sovrano, ciò nonostante, il valore totale della ricchezza gestita fa del fondo sovrano norvegese il più grande al mondo.

⁶⁴ Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, dicembre 2019

Figura 4.3 Valore di mercato del fondo in miliardi di dollari



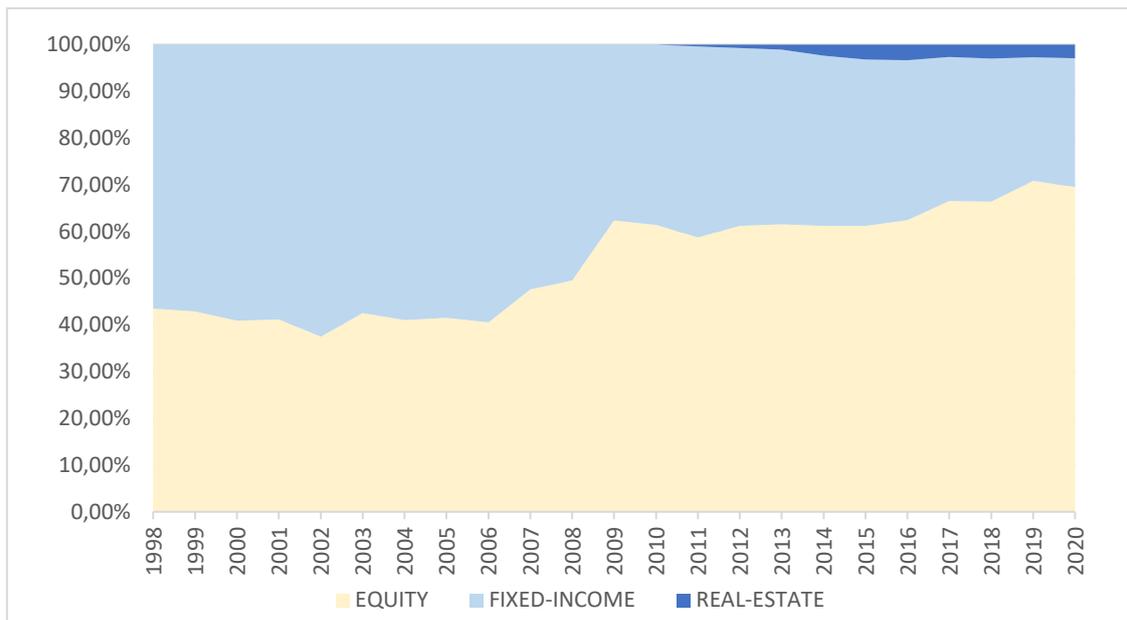
FONTE: FONTE: Rielaborazione personale su dati NBIM

Il Government Pension Fund Global al 30 giugno del 2020 investe la propria ricchezza nelle seguenti tre aree di investimento:

MERCATO AZIONARIO	69,6%
MERCATO OBBLIGAZIONARIO	27,6%
MERCATO IMMOBILIARE	2,8%

Il mercato azionario fa da padrone con un quasi 70% dei capitali investito in questa asset class, ma negli anni la situazione non è sempre stata così. Come si può notare dalla Figura 4.4, il portafoglio del fondo nel primo decennio di vita era quasi equipesato tra azioni e obbligazioni, addirittura inizialmente la quota di titoli a reddito fisso era superiore a quella azionaria, cosa che accumulava la maggior parte dei fondi sovrani prima del nuovo millennio. A seguito della crisi finanziaria la partecipazione azionaria è cresciuta in modo elevato all'interno del portafoglio norvegese al quale a partire dall'ultimo decennio si è aggiunto anche se per una piccola parte il mercato immobiliare, a dimostrazione di come le strategie dei fondi sovrani siano in continua mutazione.

Figura 4.4 Asset allocation nel tempo



FONTE: Rielaborazione personale su dati NBIM

4.2.1 Il mercato dell'equity

Il mercato azionario rappresenta tutt'oggi il maggior destinatario dei fondi del GPF, in dettaglio alla fine del 2019, il fondo investiva in 71 paesi differenti con un 42% investito nel nord America, il 33,5% in Europa, il 22,2% in Asia e Oceania. L'88% dell'investimento era rivolto a mercati sviluppati mentre la restante parte a mercati emergenti. Per quanto riguarda l'allocazione settoriale invece, il fondo predilige maggiormente il settore finanziario con una quota del 23,6%, a seguire si trova il settore tecnologico, 14,6% e il settore industriale al 13,4% del totale del portafoglio azionario. Nella Figura 4.5 vengono riportate l'allocazione geografica relativa alle maggiori partecipazioni e l'allocazione settoriale dei principali settori in cui il fondo investe.⁶⁵

⁶⁵ Norges Bank Investment Management, Return and Risk, 26 marzo 2020

Figura 4.5 Allocazione geografica e settoriale

Region/country	Millions of kroner ¹	Percent
North America	2,998,236	42.0
US	2,841,769	39.8
Canada	156,467	2.2
Europe	2,390,433	33.5
UK	626,496	8.8
France	368,537	5.2
Germany	343,344	4.8
Switzerland	332,986	4.7
Netherlands	136,913	1.9
Spain	117,220	1.6
Sweden	115,277	1.6
Italy	97,247	1.4
Denmark	70,954	1.0
Finland	46,236	0.6
Belgium	43,605	0.6
Asia	1,429,821	20.0
Japan	605,095	8.5
China	308,738	4.3
Taiwan	125,998	1.8
South Korea	112,811	1.6
India	82,730	1.2
Hong Kong	81,731	1.1
Oceania	155,127	2.2
Australia	145,151	2.0
Latin America	99,637	1.4
Brazil	67,242	0.9
Africa	50,424	0.7
South Africa	43,003	0.6
Middle East	29,273	0.4

Sector	Millions of kroner ¹	Percent
Financials	1,688,039	23.6
Banks	624,705	8.7
Real estate	421,296	5.9
Insurance	336,522	4.7
Financial services	305,515	4.3
Technology	1,040,121	14.6
Technology	1,040,121	14.6
Industrials	957,011	13.4
Industrial goods and services	806,613	11.3
Construction and materials	150,398	2.1
Consumer goods	822,711	11.5
Personal and household goods	358,902	5.0
Food and beverage	301,818	4.2
Automobiles and parts	161,991	2.3
Health care	808,672	11.3
Health care	808,672	11.3
Consumer services	763,653	10.7
Retail	430,248	6.0
Travel and leisure	186,705	2.6
Media	146,700	2.1
Oil and gas	357,473	5.0
Oil and gas	357,473	5.0
Basic materials	317,600	4.4
Chemicals	166,355	2.3
Basic resources	151,246	2.1
Utilities	203,296	2.8
Utilities	203,296	2.8
Telecommunications	194,375	2.7
Telecommunications	194,375	2.7

FONTE: NBIM, Return and Risk, 26 marzo 2020

Per quanto riguarda la tipologia di società in cui investe il fondo, si trova una quota del 78% investita in aziende considerate Large Cap, ovvero a grande capitalizzazione, un 16,6% investito in titoli Mid Cap, il 5% allocato a società Small Cap ed infine una minima parte pari allo 0,4% investito in società Micro Cap⁶⁶.

Nonostante il settore finanziario sia quello che ha maggiormente beneficiato degli investimenti del fondo sovrano, nelle prime tre posizioni delle società in cui il fondo investe maggiormente si trovano aziende del comparto tecnologico, con Apple a farla da padrone, come mostrato nella Figura 4.6.

⁶⁶ Fonte Bloomberg

Figura 4.6 10 maggiori partecipazioni azionari in milioni di corone

Company	Country	Holding
Apple Inc	US	116,967
Microsoft Corp	US	104,640
Alphabet Inc	US	77,831
Nestlé SA	Switzerland	71,686
Amazon.com Inc	US	68,631
Roche Holding AG	Switzerland	55,297
Royal Dutch Shell PLC	UK	52,193
Alibaba Group Holding Ltd	China	51,992
Facebook Inc	US	46,241
Novartis AG	Switzerland	44,604

FONTE: NBIM, Government Pension Fund Global, Annual report, 2019

Per quanto riguarda i primi sei mesi del 2020, a fronte delle conseguenze economiche della pandemia di COVID-19, la quota azionaria è scesa leggermente dal 70,8% del totale del portafoglio del 31 dicembre 2019 al 69,6%, registrando un rendimento negativo del 6,8%. In modo particolare le azioni Usa hanno accusato una perdita pari al 2,6% mentre le azioni europee sono state protagoniste di una perdita semestrale dell'11,7% e quelle asiatiche del 4,6%. Le società che hanno mostrato rendimenti positivi in questo arco temporale sono state sicuramente quelle del comparto tecnologico, il quale ha fatto registrare un rendimento del 14,2%. A seguire ci sono state come era comprensibile aspettarsi le società del settore farmaceutico con un rendimento positivo del 4,8%. Infine, dal lato delle perdite, il comparto che ha accusato maggiormente la pandemia è stato quello del petrolio e del gas il quale ha fatto segnare perdite per il 33,1%.⁶⁷

4.2.2 Il mercato obbligazionario

Il settore dei titoli a reddito fisso ha rappresentato la maggior parte degli investimenti nei primi anni del fondo per poi via via diminuire sempre più a favore dell'investimento

⁶⁷ Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Year report, 18 agosto 2020

azionario, ciononostante oggi il comparto obbligazionario rappresenta ancora una fetta importante degli investimenti del fondo sovrano norvegese.

A fine 2019 il GPFG possedeva obbligazioni denominate in 26 valute differenti, la maggior parte, pari all'87,3% era denominata nelle quattro principali valute al mondo: il 45,6% in dollari, il 27,5% in euro, il 9,8% in yen e il 4,4% in sterline. Per quanto riguarda i settori, i titoli di stato rappresentano i maggiori beneficiari degli investimenti del fondo con una quota del 57,2% mentre il mercato corporate rappresenta il 23,6% del totale degli investimenti obbligazionari. Quanto detto si può vedere nel dettaglio nella Figura 4.7.

Figura 4.7 Investimento obbligazionario per settori e 10 maggiori investimenti

Sector	Millions of kroner ¹	Percent	Issuer	Country	Holding
Government bonds	1,526,110	57.2	United States of America	US	701,616
Government bonds	1,526,110	57.2	Japanese government	Japan	244,195
Government-related bonds	317,155	11.9	Federal Republic of Germany	Germany	98,548
Agencies	155,619	5.8	French Republic	France	80,783
Local authorities	104,104	3.9	UK government	UK	72,793
Supranationals	49,790	1.9	Spanish government	Spain	51,554
Sovereign	7,642	0.3	South Korean government	South Korea	49,049
Inflation-linked bonds	174,406	6.5	Mexican government	Mexico	43,360
Inflation-linked bonds	174,406	6.5	Italian Republic	Italy	42,427
Corporate bonds	629,172	23.6	Government of Canada	Canada	30,640
Industrials	325,659	12.2			
Financials	253,261	9.5			
Utilities	50,253	1.9			
Securitised bonds	149,833	5.6			
Covered	149,833	5.6			

FONTE: NBIM, Government Pension Fund Global, Annual report, 2019

Oltre a rappresentare la fetta maggiore degli investimenti obbligazionari, il mercato dei titoli governativi presenza in tutte le prime dieci posizioni dei maggiori investimenti di tipo fixed-income, tra i quali troviamo anche i titoli del Tesoro italiano.

Nei primi sei mesi del 2020, il comparto obbligazionario ha portato ad ottimi risultati in termini di rendimento, più dettagliatamente, l'intera asset class ha portato ad un rendimento del 5,1%, con il settore dei titoli di stato che ha mostrato un rendimento

del 5,2% dovuto soprattutto ai titoli USA che hanno segnato un +10,8% grazie al taglio dei tassi d'interesse applicato dalla Fed. I titoli dell'area Euro hanno portato ad un rendimento semestrale del 4% anche in questo caso grazie all'importante politica monetaria introdotta dalla BCE. I titoli governativi giapponesi hanno segnato un rendimento dell'1% in valuta locale il quale con il cambio è sceso in area negativa al -0,9%, infine i titoli inglesi hanno reso in valuta locale il 5,7% mentre a seguito del cambio il rendimento si è attestato sul valore del 12,1%. Dal lato corporate, le obbligazioni hanno reso il 4,7%.⁶⁸

Per quanto concerne il rischio, come si nota nella Figura 4.8, la maggior parte dei titoli obbligazionari in cui investe il fondo sovrano norvegese appartengono a rating superiori alla A per una quota del 79,9%. In particolar modo nel caso dei titoli di stato un quarto degli investimenti in questo settore appartengono al miglior rating possibile, ovvero la tripla A.

Figura 4.8 Obbligazioni e rating al 30-06-20

	AAA	AA	A	BBB	Lower rating	Total
Government bonds	25.6	7.9	9.6	4.7	1.0	48.8
Government-related bonds	4.7	5.0	1.9	0.5	0.0	12.2
Inflation-linked bonds	4.6	1.3	0.3	0.4	0.0	6.6
Corporate bonds	0.2	1.7	11.2	12.9	0.4	26.4
Securitised bonds	5.0	0.9	0.1	0.0	0.0	6.0
Total	40.1	16.8	23.0	18.6	1.5	100.0

FONTE: NBIM, Government Pension Fund Global, Half year report, 2020

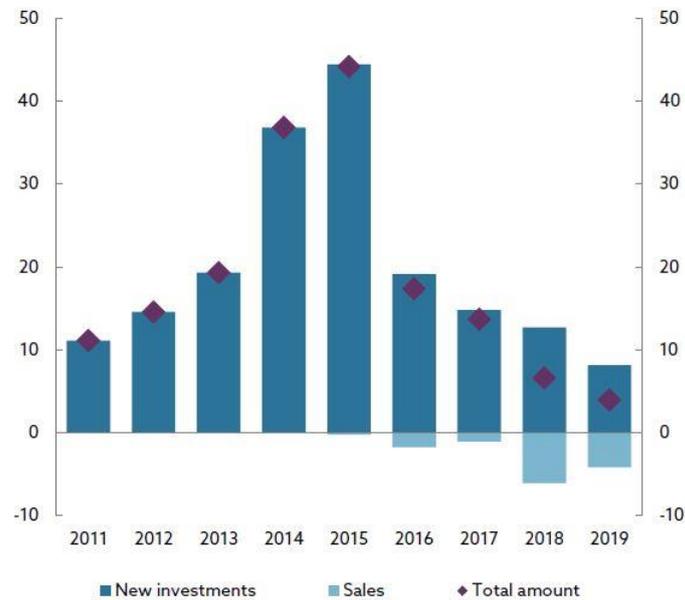
4.2.3 Gli investimenti immobiliari

L'investimento nel mercato immobiliare rappresenta il più recente comparto in cui il fondo sovrano norvegese investe. Negli anni la quantità di investimenti in questo settore è fortemente cresciuta rimanendo comunque all'interno del tetto fissato dal mandato di gestione per cui può essere investito nel settore degli immobili non quotati al massimo il 7% del totale del patrimonio gestito. In particolar modo a metà del decennio c'è stato un forte incremento degli investimenti nel settore, mentre negli

⁶⁸ Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Year report, 18 agosto 2020

ultimi anni gli investimenti hanno iniziato a calare con anche alcune vendite come mostrato dalla Figura 4.9.

Figura 4.9 Investimenti annuali negli immobili

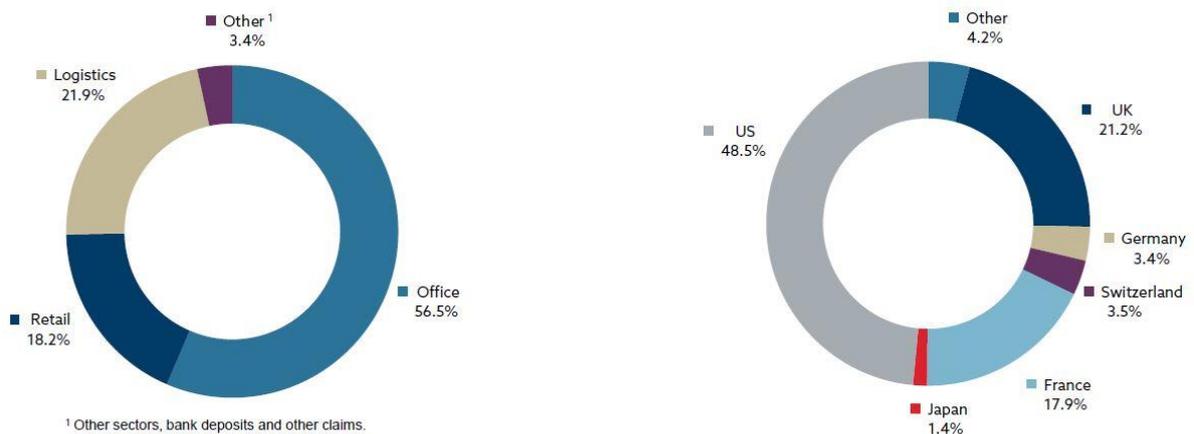


FONTE: NBIM, Government Pension Fund Global, Annual report, 2019

A fine 2019 il totale degli investimenti del fondo nel comparto del real-estate ammontava a 414 miliardi di corone, all'incirca 40 miliardi di dollari. La suddivisione tra investimenti immobiliari quotati e non quotati, vede i primi avere un valore di 141 miliardi di corone pari al 33,80% del totale degli investimenti nel comparto, il restante 66,20% pari a 273 miliardi di corone è investito nel mercato immobiliare non quotato.

Per quanto concerne l'allocazione settoriale e geografica, come si può notare dalla Figura 4.10, dal punto di vista settoriale la maggior parte degli investimenti è diretta verso uffici, mentre sul piano geografico i maggiori investimenti sono quelli negli Stati Uniti.

Figura 4.10 Allocazione settoriale e geografica degli investimenti immobiliari



FONTE: NBIM, Government Pension Fund Global, Annual report, 2019

Per quanto concerne le città in cui il fondo investe maggiormente si trovano nelle prime tre posizioni: Londra con il 21,5% degli investimenti, Parigi con il 21,2% e al terzo posto New York con il 19,3%.

I risultati dei primi mesi del 2020 hanno segnato un aumento del valore totale, passando dai 414 miliardi di corone di fine 2019, a 431 miliardi di corone di giugno 2020. Inoltre, a marzo è stato annunciato un accordo da parte del fondo sovrano per l'acquisto del 39,9% di Otemachi Park Building, un grosso complesso di uffici situato a Tokyo per un controvalore pari a circa 6,9 miliardi di corone, ovvero 760 milioni di dollari. Questo conferma come il comparto del real estate, seppur rappresenti una piccola parte dell'intero portafoglio, è un settore su cui la Norges Bank punta per perseguire un obiettivo di rendimento di lungo termine.⁶⁹

4.2.4 Focus sugli investimenti in Italia

Data la strategia di investimento globale da parte del fondo sovrano norvegese, anche l'Italia rientra nel portafoglio del fondo per un ammontare totale a fine 2019 pari a circa 17 miliardi di dollari. In Italia il fondo sovrano norvegese investe sia nel mercato azionario che in quello obbligazionario mentre per quanto riguarda il comparto immobiliare non sono presenti investimenti. A fine 2019 l'investimento in Italia era

⁶⁹ Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Year report, 18 agosto 2020

suddiviso nel seguente modo: il 63,7% del valore era dovuto all'investimento azionario mentre il restante 36,3% al mercato obbligazionario.

Per quanto riguarda il mercato dell'equity, a fine 2019, il fondo norvegese partecipava al capitale di 146 aziende quotate sul mercato azionario per un controvalore pari a circa 11 miliardi di dollari. Nella Tabella 4.1 si può vedere come l'investimento sia cambiato nel tempo.

Tabella 4.1 Panoramica sull'investimento azionario in Italia

	TOTALE INVESTIMENTO in milioni di dollari	NUMERO DI AZIENDE	NUOVE ACQUISIZIONI	VENDITE	PARTECIPAZIONE MEDIA
1998	324,94	46	46	0	0,07%
1999	353,60	50	10	6	0,05%
2000	600,21	44	3	9	0,09%
2001	631,36	42	6	8	0,15%
2002	770,53	47	13	8	0,17%
2003	1234,78	52	12	7	0,25%
2004	1797,34	63	15	4	0,31%
2005	2936,51	54	2	11	0,39%
2006	3653,94	59	18	13	0,44%
2007	5238,78	141	87	5	0,29%
2008	4248,64	132	6	15	0,69%
2009	6830,28	118	4	18	0,82%
2010	6724,68	115	13	16	1,02%
2011	5854,84	117	14	12	1,21%
2012	7493,15	106	3	14	1,34%
2013	8521,55	129	31	8	1,24%
2014	7938,37	135	12	6	1,13%
2015	8338,68	128	15	22	1,12%
2016	8123,18	117	8	19	1,37%
2017	11385,98	127	17	7	1,48%
2018	9036,33	131	13	19	1,17%
2019	11066,81	146	34	19	1,25%

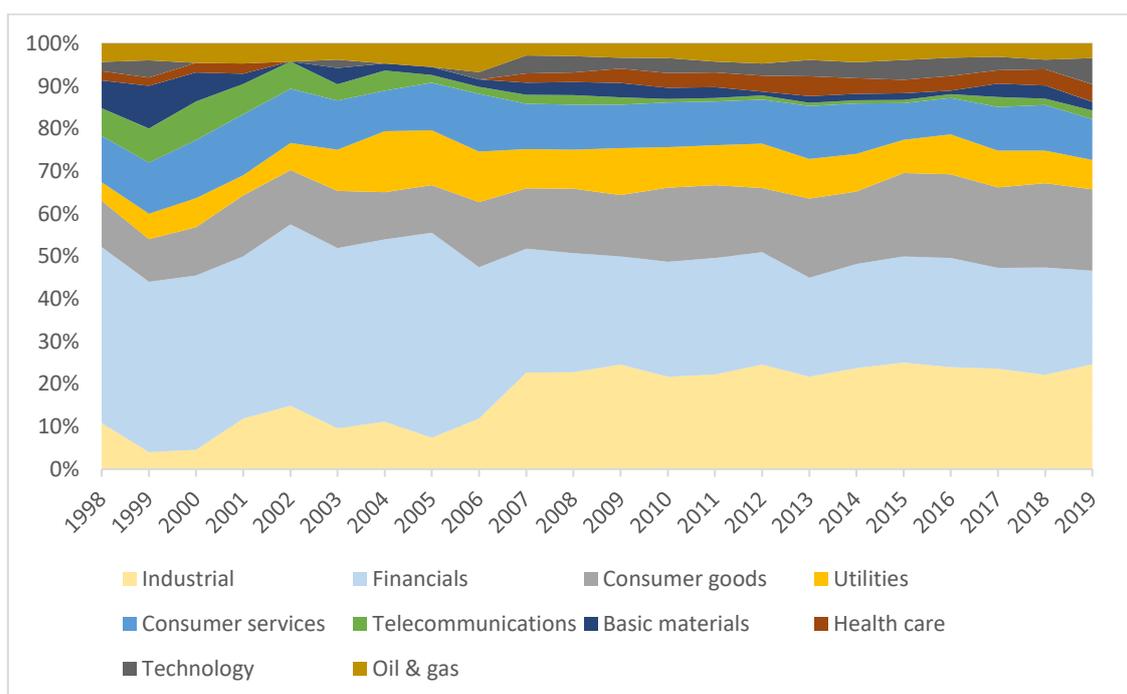
FONTE: Rielaborazione personale su dati NBIM

Come si può notare l'investimento in termini monetari ha avuto una tendenza a crescere, per quanto riguarda il numero di aziende in cui il fondo ha investito risalta in particolar modo l'elevato numero di nuove acquisizioni avvenute nel 2007, mentre in seguito alla crisi finanziaria del 2008 si nota come il numero di aziende sia diminuito. Analizzando la partecipazione media al capitale delle società si vede come i valori siano crescenti e si attestino negli ultimi anni all'interno di una forchetta che va dal 1,20%

all'1,35%, dato inferiore rispetto a quanto fatto nel resto d'Europa dove la quota di partecipazione media supera il 2%.

Dal punto di vista dell'allocazione settoriale, dalla Figura 4.11, si può notare come le quote di investimenti per settore non abbiano subito in linea di massima grandi cambiamenti. Eccezione è fatta per il settore finanziario il quale fino al 2007 rappresentava la maggior destinazione degli investimenti del fondo sovrano in Italia, arrivando nel 2005 a rappresentare il 48,15% del totale degli investimenti azionari. In seguito alla crisi finanziaria del 2008, la quota destinata a questo settore è stata ridimensionata rimanendo comunque insieme al settore industriale uno dei principali destinatari degli investimenti norvegesi.

Figura 4.11 Allocazione settoriale investimenti azionari in Italia



FONTE: Rielaborazione personale su dati nbim.com

A fine 2019 le dieci società in cui il fondo ha investito maggiormente sono le seguenti: primeggia in modo netto Enel con un investimento pari a 1,7 miliardi di dollari, mentre Unicredit è la società con la maggior partecipazione azionaria tra le prime dieci. Se si dovessero contare invece tutte le 146 aziende italiane in cui investe il fondo norvegese, Arnoldo Mondadori sarebbe la società con la quota di partecipazione maggiore con il 4,96% del capitale. La Tabella 4.2 mostra le prime dieci posizioni.

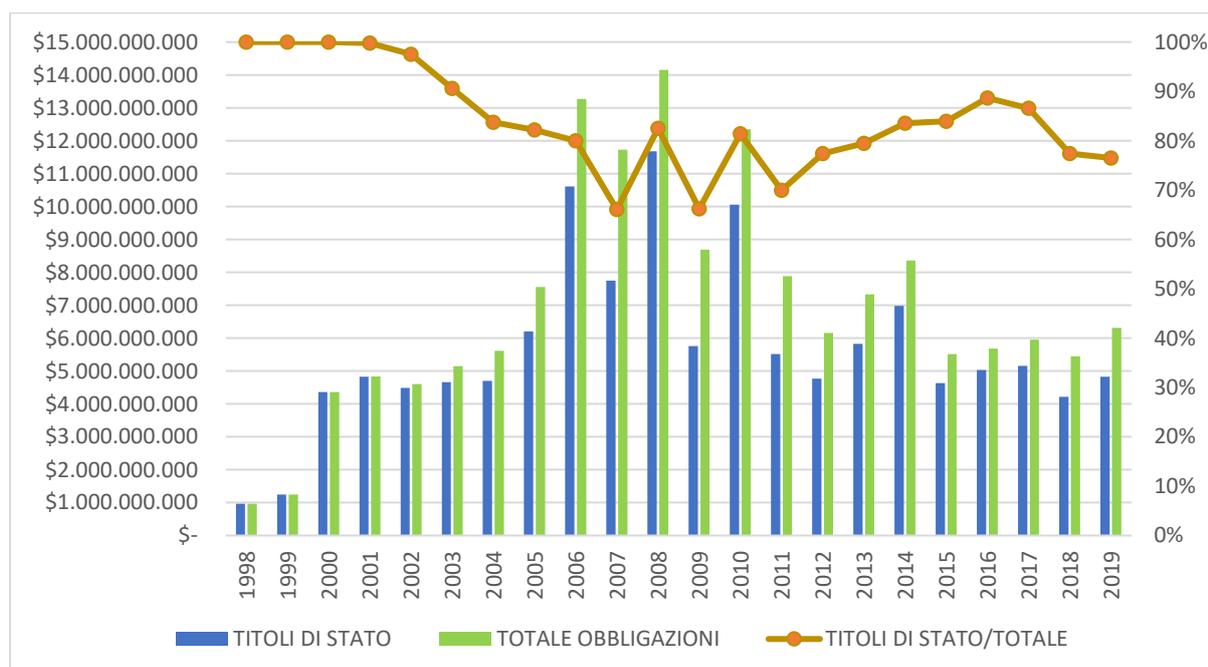
Tabella 4.2 10 maggiori investimenti azionari in Italia

TITOLO	VALORE INVESTIMENTO	PART MEDIA
Enel SpA	\$ 1.722.941.864,00	2,13%
Intesa Sanpaolo SpA	\$ 940.747.366,00	2,04%
UniCredit SpA	\$ 871.501.073,00	2,67%
Eni SpA	\$ 848.210.106,00	1,50%
EXOR NV	\$ 397.423.130,00	2,13%
Assicurazioni Generali SpA	\$ 376.274.265,00	1,16%
Moncler SpA	\$ 271.630.427,00	2,34%
Telecom Italia SpA	\$ 255.233.268,00	0,94%
Snam SpA	\$ 220.597.010,00	1,24%
Atlantia SpA	\$ 213.710.624,00	1,11%

FONTE: Rielaborazione personale su dati nbim.com

Dal punto di vista del mercato obbligazionario l'investimento è molto più concentrato, la quota di titoli di stato sul totale dell'investimento obbligazionario è sempre stata molto elevata. Addirittura, fino al 2001 la totalità degli investimenti obbligazionari era destinata ai titoli di stato. Come si può notare dalla Figura 4.12, la distribuzione degli investimenti obbligazionari è stata caratterizzata da una forte crescita fino al 2008, arrivando a superare i 14 miliardi di dollari, molto più di quanto mai fatto dagli investimenti azionari, per poi iniziare una decrescita e attestarsi sui circa 6 miliardi odierni.

Figura 4.12 Investimento obbligazionario in Italia



FONTE: Rielaborazione personale su dati nbim.com

4.3 L'investimento responsabile

L'obiettivo che si è posto il governo di Oslo è quello di salvaguardare il benessere delle future generazioni attraverso degli investimenti di lungo termine. Questo benessere non è solamente di tipo economico ma anche sul piano sociale, il fondo ha interesse per un'economia globale sostenibile. Già a partire dal 2011 il GPFG ha iniziato a controllare i report sulla sostenibilità delle società in cui investe e a partire dall'anno seguente sono state cedute delle partecipazioni in società che non rispettavano i requisiti richiesti.

A partire dal 2014 Norges Bank produce un report annuale sull'investimento sostenibile a dimostrazione di come la sostenibilità rappresenti un fattore importante per gli investimenti pubblici norvegesi. Il principio è quello per cui una maggiore sostenibilità all'interno delle aziende può renderle più solide e contribuire ad un maggiore rendimento nel lungo termine anche perché il valore futuro del fondo sovrano dipenderà dal valore creato da ogni singola azienda a cui il fondo partecipa. Ci sono società in cui il fondo non può investire, il Ministero delle Finanze ha creato delle linee guida da seguire per l'esclusione delle società che non rispettano i requisiti, in particolare il fondo sovrano non può investire in società che producono armi, carbone o tabacco e neppure in società la cui condotta vada a violare principi etici.

A partire dal 2008 Norges Bank pubblica dei documenti relativi alle aspettative in termini di etica e sostenibilità, queste in gran parte coincidono con gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Questi documenti sono diretti essenzialmente ai consigli di amministrazione delle società in cui il fondo investe e comprendono le seguenti sette problematiche.

- Diritti dei bambini: le società hanno la responsabilità di rispettare i diritti dei bambini, in particolar modo il problema più rilevante in questo caso è quello dello sfruttamento del lavoro minorile svolto in modo diretto dalle aziende o in modo indirette attraverso le catene di fornitura. Quel che chiede il fondo sovrano norvegese alle società in cui investe è di integrare i diritti dei bambini

all'interno delle politiche e strategie delle società, invitando quest'ultime a divulgare pubblicamente l'impegno in questo campo.

- **Cambiamento climatico:** i cambiamenti climatici hanno la potenzialità di influenzare l'intera economia globale e influenzare i rendimenti dell'aziende nel tempo, per questo il fondo sovrano ha interesse ad investire in società che tengano conto del fenomeno all'interno delle proprie strategie.
- **Gestione delle risorse idriche:** la gestione dell'acqua ha due seri problemi, da un lato c'è la scarsità della stessa, dall'altro c'è il problema dell'inquinamento delle acque. Con l'acqua ci hanno a che fare la quasi totalità delle aziende, ma sono in particolar modo quelle del settore dell'agricoltura, dell'alimentazione e delle bevande le principali responsabili dello stress delle risorse idriche mentre le società chimiche sono quelle che influenzano maggiormente l'inquinamento. Anche in questo caso l'invito fatto alle società è quello di inserire all'interno delle proprie politiche un impegno nel gestire le risorse idriche in modo sostenibile.
- **Diritti umani:** l'operatività delle aziende ha un impatto sui propri dipendenti e su tutti gli stakeholder delle società, è importante che le società in cui il fondo investe rispettino i diritti umani e che esse integrino tale rispetto all'interno delle proprie scelte aziendali.
- **Fiscalità e trasparenza:** questo rappresenta un tema molto ostico in quanto le imposte rappresentano il modo con cui una società contribuisce alle casse pubbliche dello stato, ed è diffusa la percezione per cui molto spesso le multinazionali non pagano le tasse dove generano il proprio ritorno economico ma bensì in luoghi dove hanno convenienza. Le aspettative del fondo sovrano nel campo fiscale sono tre: le tasse dovrebbero essere pagate dove viene generato il profitto, i regimi fiscali delle società sono una responsabilità del consiglio di amministrazione, il terzo punto è che la rendicontazione pubblica

dei paesi è un elemento importante per un'informazione trasparente sulle imposte delle società.⁷⁰

- **Anticorruzione:** la corruzione indebolisce l'efficienza del mercato, svantaggia le aziende che operano in modo regolare ed è dannosa per gli azionisti. Essendo il fondo sovrano norvegese un investitore globale diversificato anch'esso è esposto al rischio di corruzione. Il fondo sovrano si aspetta dalle aziende in cui investe che esse identifichino e gestiscano i rischi relativi alla corruzione compreso il rischio di riciclaggio di denaro di derivazione illecita e che esse riferiscano pubblicamente i propri sforzi sulla lotta alla corruzione.⁷¹
- **Sostenibilità degli oceani:** l'oceano rappresenta una parte importante dell'economia globale in quanto fornisce risorse naturali e spazi per i trasporti. L'attenzione del fondo sovrano è concentrata in modo particolare sulle aziende che più sfruttano questa risorsa come società di trasporti, società petrolifere, società di acquacultura e turismo marittimo. Da queste aziende il fondo sovrano si aspetta che nei propri business model vengano tenute in considerazione le problematiche relative alla sostenibilità degli oceani.

Il fondo sovrano norvegese ha una certa attenzione per il rispetto dell'ambiente, a fine 2019 aveva investito 7,2 miliardi di dollari in azioni di 77 società a seguito di un mandato ambientale e quasi due miliardi di dollari in obbligazioni green. L'investimento è fatto in tre aree di investimento: basse emissioni di carbonio e combustibili alternativi, energia pulita ed efficienza energetica, gestione delle risorse naturali. Per entrare all'interno del mandato ambientale di investimento le società devono avere almeno il 20% della loro attività in una di queste aree.

Se da una parte l'obiettivo è quello di investire in società definite "green", da l'altro lato il fondo sovrano decide di non investire o di disinvestire da società che non rispettano le norme etiche descritte precedentemente. Il Ministero delle Finanze ha istituito un consiglio etico indipendente per svolgere le valutazioni etiche sulle società,

⁷⁰ Norges Bank Investment Management, Expectations of companies, Tax transparency, marzo 2020

⁷¹ Norges Bank Investment Management, Expectations of companies, Anti-corruption, marzo 2020

una volta svolti questi controlli il consiglio trasmette le proprie raccomandazioni al comitato esecutivo della Norges Bank il quale ha l'ultima parola sull'esclusione delle società. Ci sono due tipologie di esclusioni per motivi etici: la prima è basata sul prodotto mentre la seconda è basata sulla condotta delle società. Per quanto riguarda la prima tipologia, il fondo non può investire in società che producono armi, tabacco e aziende minerarie che ricavano una percentuale superiore al 30% dei propri ricavi dalla produzione di carbone. Nel 2019 sono state escluse due società per la produzione di carbone, mentre in totale negli anni sono state escluse dal portafoglio 104 aziende che producevano i prodotti elencati.

La seconda tipologia di esclusione, basata sulla condotta, porta il fondo sovrano ad escludere società che violano gravemente le norme etiche elencate ad inizio paragrafo. Il comitato esecutivo prima di deliberare l'esclusione di una società tiene in considerazione se la governance di tale azienda sta facendo qualcosa per ridurre il rischio della violazione delle norme etiche. Attualmente sono state escluse dal fondo per motivi di mala condotta 30 società. Un riassunto di quanto fatto negli anni è mostrato nella Tabella 4.3.

Tabella 4.3 Esclusioni per la violazione delle norme etiche

CRITERIO	N° DI ESCLUSIONI
ESCLUSIONI BASATE SUL PRODOTTO	104
Produzione di armi	18
Produzione di tabacco	17
Estrazione di carbone	69
ESCLUSIONI BASATE SULLA CONDOTTA	30
Violazioni dei diritti umani	5
Gravi violazioni dei diritti umani e di individui in situazioni di guerra	2
Gravi danni ambientali	15
Corruzione	2

Altre gravi violazione di norme etiche fondamentali	2
Gravi danni ambientali e violazioni dei diritti umani	4
TOTALE ESCLUSIONI	134

Fonte: NBIM, Responsible investment, marzo 2020

Infine, il fondo decide di disinvestire anche da quelle società che possono comportare un aumento del rischio nel lungo termine attraverso dei comportamenti ritenuti non etici che potrebbero comportare degli effetti finanziari negativi. Tali conseguenze possono essere di natura diretta o indiretta: nel primo caso, ad esempio quando una società viene obbligata a pagare una multa per dei comportamenti scorretti o nel caso indiretto quando società partner delle aziende in cui il fondo investe hanno comportamenti non sostenibili. In questi casi la preferenza del fondo è quella di uscire dall'investimento in queste società per riallocare il capitale in aziende con modelli di business più sostenibili.⁷²

⁷² Norges Bank Investment Management, Responsible investment, 3 marzo 2020

4.4 Analisi empirica dell'investimento azionario in Inghilterra

Questo paragrafo, di natura maggiormente analitica rispetto ai precedenti va ad analizzare il comportamento del fondo sovrano norvegese all'interno del mercato azionario inglese. In particolar modo, l'attenzione è posta sull'indice FTSE 100 il quale rappresenta le cento aziende a maggiore capitalizzazione presenti sul listino di Londra. Nella realtà i titoli presenti sono 101 in quanto la società Royal Dutch Shell è presente con due tipologie di azioni. La scelta di effettuare un focus sul mercato inglese è stata dettata essenzialmente da due considerazioni: la prima riguarda il fatto che il mercato inglese rappresenta il maggior destinatario in Europa degli investimenti azionari del fondo sovrano, la seconda è di carattere pratico in quanto il solo mercato inglese presentava dati aggiornati fino al mese di agosto 2020.

L'analisi è incentrata sul confronto tra il portafoglio di azioni appartenenti all'indice FTSE 100 possedute dal fondo sovrano e l'indice stesso su un orizzonte temporale di cinque anni che va da agosto 2015 ad agosto 2020. Il portafoglio del fondo è stato creato attraverso la seguente metodologia:

- Sono state scaricate le composizioni dell'indice FTSE 100 di ogni fine mese degli ultimi cinque anni;
- sono stati reperiti i dati del numero di azioni e i prezzi delle società del FTSE 100 in cui il fondo ha investito;
- attraverso un confronto incrociato tra le partecipazioni del fondo sul FTSE 100 e le società che rientrano nell'indice, mese per mese si è creato il portafoglio del fondo sovrano sull'indice FTSE 100, tenendo in considerazione le variazioni avvenute all'interno dell'indice;
- i dati relativi al numero di azioni possedute dal fondo sul FTSE 100 sono su base trimestrale, di conseguenza per trasformarle in mensili si è assunto che la partecipazione tra un trimestre ed il seguente sia inalterata;
- moltiplicando il numero di azioni per il prezzo del singolo titolo si è arrivati al valore della singola partecipazione nel dato mese;

- sommando le partecipazioni delle singole società appartenenti al FTSE 100 in cui investe il fondo si è arrivati al valore mensile del fondo;
- mese per mese, è stato calcolato il peso che ogni titolo aveva all'interno del portafoglio e moltiplicato per il rendimento dell'azione in quel dato mese;
- la somma dei contributi al rendimento dei singoli titoli ha portato al rendimento mensile del portafoglio del fondo sovrano.

L'analisi è stata svolta utilizzando il portale Bloomberg e il software di calcolo Excel, il lavoro è suddiviso in cinque aree di analisi: nella prima si vanno a confrontare i rendimenti del fondo sia in valuta locale che in corone norvegese rispetto a quanto fatto dall'indice FTSE 100. La seconda parte è focalizzata sull'analisi di market timing del portafoglio rispetto sempre all'indice di mercato inglese. La terza sezione mostra un confronto tra i titoli presenti nel portafoglio del fondo e quelli che rientrano nel FTSE 100 per andare ad attribuire ai singoli titoli la performance che il portafoglio del fondo ha generato rispetto all'indice. La quarta area di analisi è composta da un focus sui dieci maggiori investimenti azionari del fondo sovrano nel mercato inglese concentrandosi su come il fondo si sia comportato in questi ultimi mesi di turbolenza sui mercati finanziari dovuti alla pandemia di Covid-19. Infine, l'ultima parte prevede un'analisi di performance attribution a livello settoriale, di capitalizzazione e di stile azionario delle società in cui il fondo ha investito.

4.4.1 Analisi dei rendimenti

In questa sezione vengono confrontati i rendimenti del portafoglio creato con in rendimenti dell'indice di mercato FTSE 100, tenendo in considerazione anche l'effetto cambio.

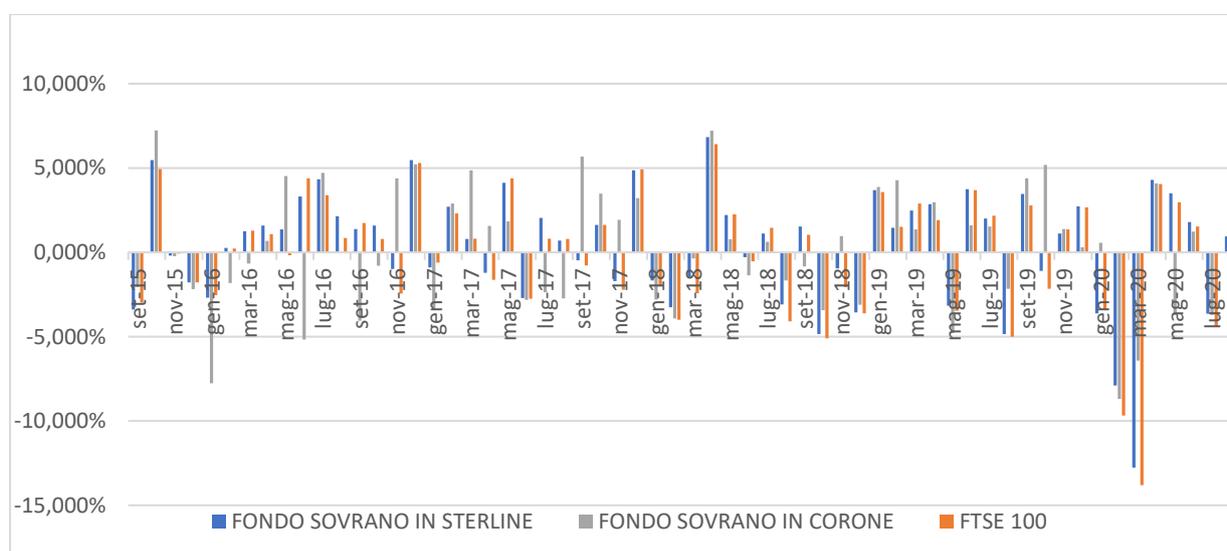
Tabella 4.4 Rendimenti medi mensili

	FONDO SOVRANO		FTSE 100
	Sterline	Corone	
Rend medio mensile	0,309%	0,175%	-0,012%
Varianza	0,118%	0,132%	0,130%
Dev. Standard	3,439%	3,631%	3,608%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

L'analisi del rendimento medio mensile rende evidente come negli ultimi cinque anni il portafoglio creato abbia avuto una miglior performance rispetto all'indice di mercato inglese il quale è addirittura in territorio negativo. Per quanto riguarda il fondo sovrano si nota come il rendimento in valuta locale sia stato maggiore rispetto a quanto fatto in corone norvegese, questo è dovuto ad un rendimento medio negativo del tasso di cambio sterline/corone norvegese. In termini di volatilità, il portafoglio creato presenta leggermente una minore deviazione standard rispetto a quanto fatto dall'indice FTSE 100. La Figura 4.13 confronta i rendimenti tra il portafoglio del fondo e l'indice.

Figura 4.13 Rendimenti portafoglio vs FTSE 100



FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Se si vanno a guardare i rendimenti cumulati la situazione non cambia come mostrato nella Tabella 4.5.

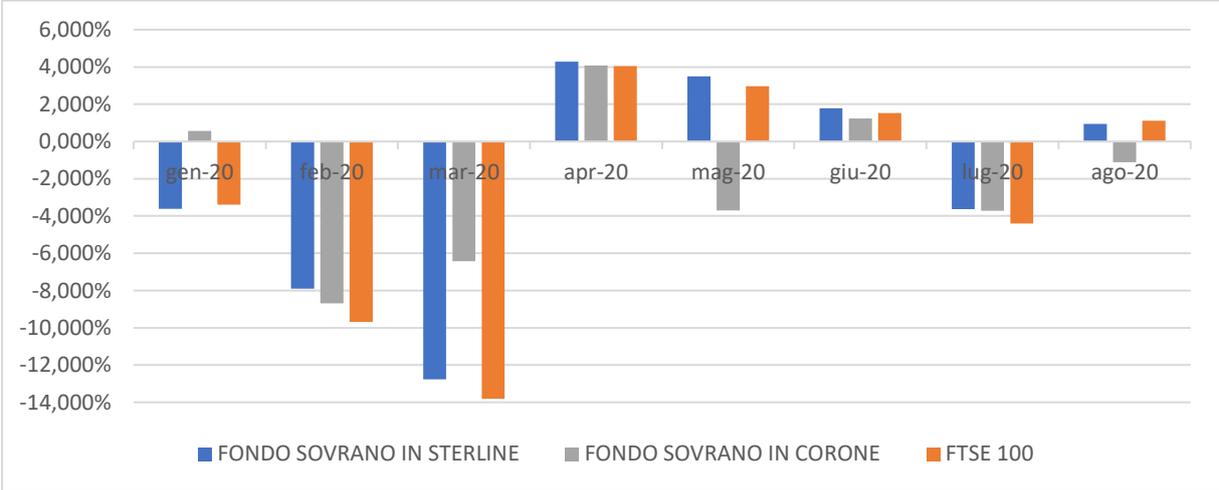
Tabella 4.5 Rendimenti cumulati

	FONDO SOVRANO						FTSE 100		
	Sterline			Corone			Rend	Varianza	Dev stand
	Rend	Varianza	Dev stand	Rend	Varianza	Dev stand			
YTD	-17,23%	0,36%	5,96%	-16,98%	0,18%	4,22%	-20,93%	0,41%	6,39%
3 ANNI	-8,48%	0,15%	3,91%	6,52%	0,13%	3,58%	-19,74%	0,17%	4,16%
5 ANNI	16,14%	0,12%	3,44%	6,82%	0,13%	3,63%	-4,55%	0,13%	3,61%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Come si può vedere facilmente, il rendimento da inizio anno è pienamente in area negativa sia nel caso del portafoglio che in quello dell'indice, anche in questo caso il portafoglio del fondo sovrano riesce a far meglio dell'indice di mercato il quale presenta un rendimento negativo anche nei periodi triennale e quinquennale. Anche in questo caso si nota come il tasso di cambio abbia spostato gli equilibri nel tempo, se nel periodo che va da inizio 2020 ad agosto 2020 la differenza non è significativa, cosa ben diversa è negli altri due periodi analizzati. Nell'intervallo di tre anni il tasso di cambio va in direzione favorevole per il fondo sovrano, aumentando di molto il rendimento in corone norvegesi. Nel periodo di cinque anni invece, il tasso di cambio va a diminuire il rendimento in corone norvegesi in quanto in questo arco temporale rientra il periodo Brexit il quale vide una svalutazione della sterlina nei confronti delle altre monete. In termini di volatilità si vede come gli ultimi mesi siano stati caratterizzati da forti turbolenze all'interno dei mercati finanziari, infatti la deviazione standard aumenta in modo significativo sia per il fondo sovrano che per l'indice di mercato.

Figura 4.14 Rendimenti da inizio 2020



FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Analizzando più attentamente i mesi del 2020 si può notare dalla Figura 4.14 come i mesi di febbraio e marzo siano stati caratterizzati da forti perdite sia per quanto riguarda l'indice di mercato sia per i portafogli del fondo in sterline e in corone norvegesi. Nei mesi successivi si può vedere una leggera ripresa ad eccezione del mese

di luglio. Una considerazione che si può fare osservando questi dati è quella di affermare come anche il mercato azionario inglese abbia avuto un comportamento in linea con quanto fatto nel resto del mondo, ovvero dopo le forti perdite dei mesi di febbraio e marzo è ricominciato un lento recupero sui corsi azionari.

4.4.2 Analisi di market timing

In questa sezione viene verificata la possibile presenza di market timing da parte del portafoglio del fondo sovrano rispetto al mercato, identificato sempre nell'indice FTSE 100. In questa fase viene utilizzato anche il tasso risk free, il quale è rappresentato dalla serie mensile dei rendimenti dei titoli di stato inglesi con scadenza a un mese. Per il calcolo del market timing è stata usata la seguente formula di Treynor e Mazuy:⁷³

$$r_p - r_f = \alpha + \beta(r_m - r_f) + \gamma(r_m - r_f)^2 + \varepsilon_p$$

Un perfetto market timing si verifica quando un fondo ha un rendimento maggiore del mercato quando quest'ultimo sale, e una perdita minore rispetto al mercato quando esso scende. Data la formula di Treynor e Mazuy, perché ci sia evidenza di market timing è necessario che il valore di gamma sia significativamente positivo. I risultati ottenuti dalla regressione, mostrati nella Tabella 4.6, indicano l'assenza di market timing in quanto il valore di gamma è leggermente positivo ma non significativo.

Tabella 4.6 Regressione market timing

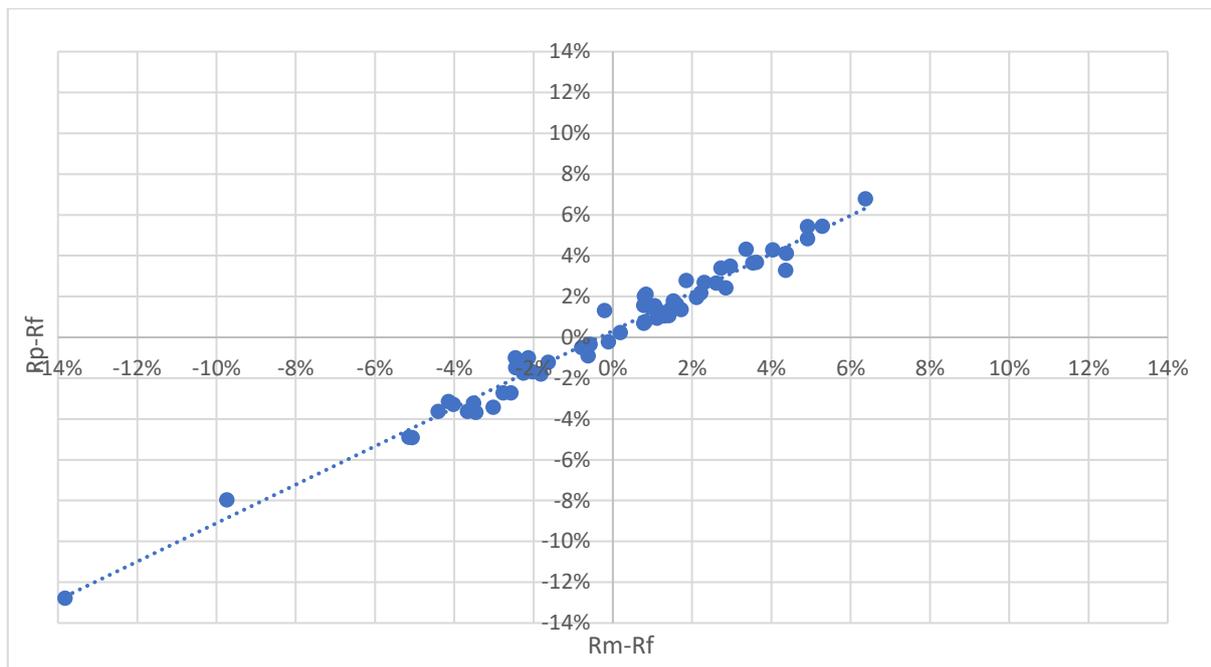
Statistica della regressione	
R multiplo	0,988574856
R al quadrato	0,977280245
R al quadrato corretto	0,976483061
Errore standard	0,005277436
Osservazioni	60

	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività
α	0,002948802	0,000778474	3,787924875	0,000367978
β	0,949659043	0,022589758	42,03936288	1,34862E-44
γ	0,184395364	0,297945745	0,618889067	0,538455101

⁷³ Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., Investments Tenth Edition, McGraw-Hill, New York, 2014

Il valore del beta ci dice come il portafoglio tenda a seguire il mercato, ed inoltre essendo un valore leggermente minore a uno, quel che emerge dall'analisi è che il comportamento del portafoglio sia leggermente difensivo. Il beta vicino ad uno è un valore che ci si aspettava in quanto il fondo sovrano ha investito negli anni nella quasi totalità dei titoli appartenenti l'indice FTSE 100. Dall'analisi della Figura 4.14 si nota come non ci sia evidenza di market timing.

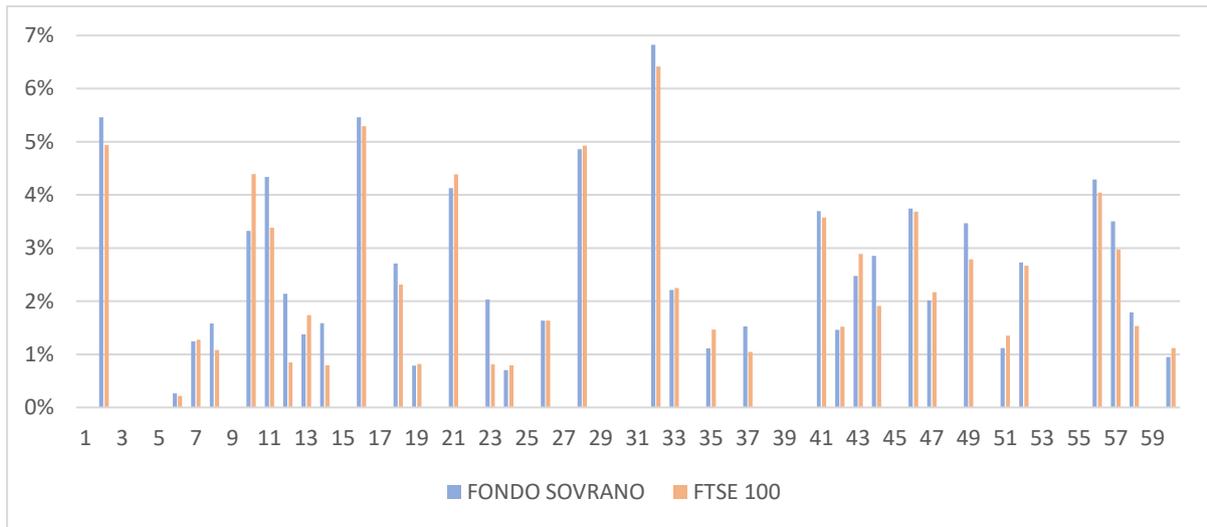
Figura 4.15 Analisi grafica di market timing



FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Infine, è stata fatta un'ulteriore analisi grafica per osservare come si è comportato il portafoglio quando il mercato è salito e quando è sceso. La Figura 4.16 evidenzia lo scenario in cui il mercato sale, e si può notare come il portafoglio del fondo abbia sempre avuto un rendimento positivo ed in molti casi anche superiore a quello del mercato.

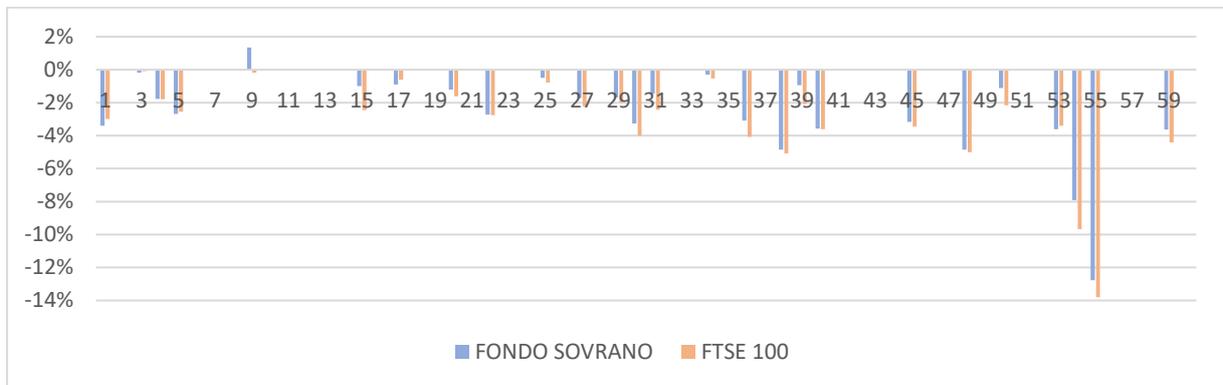
Figura 4.16 Market timing con mercato up



FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

La Figura 4.17 rappresenta invece, la situazione in cui l'indice di mercato ha avuto rendimenti negativi, si nota anche in questo caso che il portafoglio creato segue nella quasi totalità dei casi il mercato, solamente nel mese di maggio 2016 il portafoglio ha avuto un rendimento positivo quando il mercato è sceso.

Figura 4.17 Market timing con mercato down



FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

4.4.3 Confronto fra i titoli

Di seguito, come mostrato dalla Tabella 4.7, è stato svolto un confronto tra i titoli in cui il fondo ha investito e quelli appartenenti all'indice FTSE 100. L'analisi è stata svolta concentrandosi sul mese di marzo 2020 in quanto ha rappresentato il momento in cui i mercati hanno accusato maggiormente il colpo della pandemia di Covid-19. Nel mese

di marzo il portafoglio creato ha reso il -12,769% mentre l'indice FTSE 100 ha subito una perdita maggiore pari al -13,808%. Lo scopo dell'analisi è quello di determinare a quali titoli è dovuta la minor perdita del fondo sovrano pari al 1,039%. A marzo 2020, il fondo sovrano norvegese non aveva investito in solamente quattro società rispetto all'intero FTSE 100. I calcoli sono stati svolti usando i pesi che il fondo e l'indice avevano in ogni singolo titolo a fine marzo, mentre i rendimenti sono quelli delle azioni nel mese di marzo 2020.

Tabella 4.7 Confronto degli investimenti a marzo 2020

TITOLI	PESI FONDO	PESI INDICE	REND TITOLO	DIFFERENZA PESI	(Wp-Wi) *Rp
3i Group PLC	0,543%	0,582%	-21,409%	-0,0386%	0,0083%
Admiral Group PLC	0,196%	0,263%	5,587%	-0,0678%	-0,0038%
Anglo American PLC	0,421%	1,359%	-20,951%	-0,9388%	0,1967%
Antofagasta PLC	0,099%	0,158%	2,793%	-0,0588%	-0,0016%
Ashtead Group PLC	0,523%	0,658%	-26,099%	-0,1348%	0,0352%
Associated British Foods PLC	0,624%	0,475%	-19,557%	0,1482%	-0,0290%
AstraZeneca PLC	6,887%	5,407%	6,211%	1,4797%	0,0919%
Auto Trader Group PLC	0,246%	0,286%	-15,493%	-0,0399%	0,0062%
AVEVA Group PLC	0,149%	0,169%	-20,374%	-0,0202%	0,0041%
Aviva PLC	0,921%	0,831%	-23,461%	0,0907%	-0,0213%
BAE Systems PLC	0,000%	1,321%	-12,664%	-1,3207%	0,1672%
Barclays PLC	1,607%	1,550%	-36,718%	0,0577%	-0,0212%
Barratt Developments PLC	0,336%	0,463%	-41,759%	-0,1266%	0,0529%
Berkeley Group Holdings PLC	0,395%	0,337%	-23,959%	0,0575%	-0,0138%
BHP Group PLC	3,331%	1,788%	-11,732%	1,5425%	-0,1810%
BP PLC	5,078%	4,786%	-13,125%	0,2926%	-0,0384%
British American Tobacco PLC	0,000%	3,670%	-9,910%	-3,6700%	0,3637%
British Land Co PLC/The	1,040%	0,282%	-32,894%	0,7573%	-0,2491%
BT Group PLC	0,708%	0,750%	-16,737%	-0,0424%	0,0071%
Bunzl PLC	0,377%	0,381%	-12,861%	-0,0043%	0,0005%
Burberry Group PLC	0,400%	0,408%	-19,679%	-0,0083%	0,0016%
Carnival PLC	0,249%	0,232%	-59,696%	0,0171%	-0,0102%
Centrica PLC	0,146%	0,254%	-47,157%	-0,1082%	0,0510%
Coca-Cola HBC AG	0,420%	0,291%	-29,790%	0,1283%	-0,0382%
Compass Group PLC	1,435%	1,643%	-26,103%	-0,2086%	0,0545%
CRH PLC	0,715%	1,275%	-16,711%	-0,5602%	0,0936%
Croda International PLC	0,093%	0,343%	-6,192%	-0,2504%	0,0155%
DCC PLC	0,314%	0,330%	-7,809%	-0,0157%	0,0012%
Diageo PLC	4,358%	3,866%	-6,473%	0,4912%	-0,0318%
DS Smith PLC	0,655%	0,243%	-12,349%	0,4123%	-0,0509%
easyJet PLC	0,113%	0,165%	-48,114%	-0,0522%	0,0251%
Evraz PLC	0,157%	0,108%	-29,022%	0,0492%	-0,0143%

Experian PLC	1,157%	1,426%	-13,122%	-0,2684%	0,0352%
Ferguson PLC	1,122%	0,927%	-24,985%	0,1952%	-0,0488%
Flutter Entertainment PLC	0,003%	0,378%	-11,832%	-0,3744%	0,0443%
Fresnillo PLC	0,002%	0,086%	10,434%	-0,0842%	-0,0088%
GlaxoSmithKline PLC	5,946%	4,643%	-3,047%	1,3031%	-0,0397%
Glencore PLC	0,648%	1,270%	-35,954%	-0,6212%	0,2234%
Halma PLC	0,485%	0,443%	-0,415%	0,0417%	-0,0002%
Hargreaves Lansdown PLC	0,293%	0,283%	-9,795%	0,0096%	-0,0009%
Hikma Pharmaceuticals PLC	0,199%	0,152%	13,814%	0,0468%	0,0065%
HSBC Holdings PLC	5,679%	6,433%	-13,285%	-0,7533%	0,1001%
Imperial Brands PLC	0,000%	0,898%	-3,730%	-0,8981%	0,0335%
Informa PLC	0,316%	0,516%	-35,141%	-0,2001%	0,0703%
InterContinental Hotels Group PLC	0,418%	0,474%	-18,282%	-0,0563%	0,0103%
Intermediate Capital Group PLC	0,199%	0,564%	-43,687%	-0,3655%	0,1597%
International Consolidated Airlines Grou	0,126%	0,454%	-54,426%	-0,3282%	0,1786%
Intertek Group PLC	0,522%	0,516%	-10,323%	0,0068%	-0,0007%
ITV PLC	0,140%	0,263%	-43,396%	-0,1239%	0,0538%
J Sainsbury PLC	0,257%	0,193%	7,457%	0,0646%	0,0048%
JD Sports Fashion PLC	0,171%	0,161%	-37,897%	0,0099%	-0,0038%
Johnson Matthey PLC	0,052%	0,289%	-28,395%	-0,2371%	0,0673%
Just Eat Takeaway.com NV	0,243%	0,448%	-11,079%	-0,2057%	0,0228%
Land Securities Group PLC	0,993%	0,361%	-33,285%	0,6321%	-0,2104%
Legal & General Group PLC	0,338%	0,933%	-25,423%	-0,5958%	0,1515%
Lloyds Banking Group PLC	1,754%	2,128%	-36,255%	-0,3742%	0,1357%
London Stock Exchange Group PLC	1,595%	1,439%	-3,907%	0,1558%	-0,0061%
M&G PLC	0,436%	0,313%	-43,360%	0,1225%	-0,0531%
Meggitt PLC	0,141%	0,255%	-46,439%	-0,1137%	0,0528%
Melrose Industries PLC	0,355%	0,611%	-56,304%	-0,2559%	0,1441%
Mondi PLC	0,637%	0,459%	-11,588%	0,1784%	-0,0207%
National Grid PLC	2,493%	2,073%	-3,683%	0,4202%	-0,0155%
Natwest Group PLC	0,758%	0,492%	-36,821%	0,2656%	-0,0978%
Next PLC	0,368%	0,470%	-33,048%	-0,1025%	0,0339%
NMC Health PLC	0,212%	0,092%	-27,368%	0,1196%	-0,0327%
Ocado Group PLC	0,303%	0,292%	14,662%	0,0109%	0,0016%
Pearson PLC	0,246%	0,264%	-0,897%	-0,0178%	0,0002%
Pennon Group PLC	0,443%	0,319%	0,696%	0,1238%	0,0009%
Persimmon PLC	0,482%	0,546%	-32,494%	-0,0633%	0,0206%
Phoenix Group Holdings PLC	0,237%	0,220%	-9,346%	0,0161%	-0,0015%
Polymetal International PLC	0,339%	0,224%	15,536%	0,1150%	0,0179%
Prudential PLC	2,491%	1,997%	-18,272%	0,4940%	-0,0903%
Reckitt Benckiser Group PLC	2,728%	2,182%	7,499%	0,5465%	0,0410%
RELX PLC	0,634%	2,128%	-7,256%	-1,4943%	0,1084%
Rentokil Initial PLC	0,460%	0,543%	-19,876%	-0,0833%	0,0166%
Rightmove PLC	0,301%	0,328%	-21,260%	-0,0266%	0,0057%
Rio Tinto PLC	3,975%	2,406%	3,063%	1,5691%	0,0481%
Rolls-Royce Holdings PLC	0,347%	0,648%	-45,065%	-0,3006%	0,1355%
Royal Dutch Shell A PLC	2,440%	4,238%	-14,590%	-1,7971%	0,2622%

Royal Dutch Shell B PLC	8,016%	3,781%	-18,262%	4,2353%	-0,7734%
RSA Insurance Group PLC	0,335%	0,324%	-18,967%	0,0115%	-0,0022%
Sage Group PLC/The	0,231%	0,449%	-13,200%	-0,2183%	0,0288%
Schroders PLC	0,001%	0,193%	-12,964%	-0,1924%	0,0249%
Scottish Mortgage Investment Trust PLC	0,000%	0,497%	3,728%	-0,4974%	-0,0185%
Segro PLC	0,560%	0,543%	-6,965%	0,0176%	-0,0012%
Severn Trent PLC	0,284%	0,355%	-7,505%	-0,0707%	0,0053%
Smith & Nephew PLC	0,815%	0,923%	-17,510%	-0,1078%	0,0189%
Smiths Group PLC	0,081%	0,368%	-20,026%	-0,2874%	0,0575%
Smurfit Kappa Group PLC	0,121%	0,038%	-12,668%	0,0830%	-0,0105%
Spirax-Sarco Engineering PLC	0,323%	0,374%	-2,740%	-0,0511%	0,0014%
SSE PLC	1,212%	0,960%	-14,650%	0,2525%	-0,0370%
St James's Place PLC	0,775%	0,322%	-25,199%	0,4531%	-0,1142%
Standard Chartered PLC	1,830%	0,899%	-20,782%	0,9316%	-0,1936%
Standard Life Aberdeen PLC	0,142%	0,388%	-18,994%	-0,2464%	0,0468%
Taylor Wimpey PLC	0,295%	0,399%	-41,889%	-0,1041%	0,0436%
Tesco PLC	2,726%	1,340%	0,131%	1,3856%	0,0018%
Unilever PLC	1,779%	2,754%	-2,266%	-0,9758%	0,0221%
United Utilities Group PLC	0,584%	0,391%	-4,385%	0,1938%	-0,0085%
Vodafone Group PLC	2,879%	2,188%	-15,923%	0,6914%	-0,1101%
Whitbread PLC	0,244%	0,271%	-22,189%	-0,0270%	0,0060%
Wm Morrison Supermarkets PLC	0,270%	0,229%	3,911%	0,0408%	0,0016%
WPP PLC	0,476%	0,558%	-26,753%	-0,0816%	0,0218%
				DIFFERENZA RENDIMENTO	1,039%
RENDIMENTO MARZO FONDO					-12,769%
RENDIMENTO MARZO INDICE					-13,808%
DIFFERENZA					1,039%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

La differenza di rendimento è dovuta solamente alla differenza di peso che le società hanno all'interno del portafoglio e dell'indice di mercato. I rendimenti del mese di marzo sono stati nella gran parte dei casi negativi, fattore che ha spinto ovviamente al ribasso anche i rendimenti del portafoglio del fondo sovrano e dell'indice di mercato. Le maggiori differenze nei pesi sono state quella relativa al titolo Royal Dutch Shell B il quale nel portafoglio è stato sovrappesato rispetto a quanto fatto nell'indice e il rendimento del -18,262% ha spinto il differenziale di rendimento giù dello 0,7734%. In termini positivi, la mancanza della partecipazione in British American Tobacco da parte del fondo ha portato ad un differenziale di rendimento dello 0,3637%.

La miglior performance del fondo rispetto all'indice è dovuta al fatto che nel 60% dei titoli il differenziale tra i contributi al rendimento dei singoli titoli del fondo e quello

dell'indice è positivo. Inoltre, solamente nel 45% dei casi il fondo sovrano ha sovrappesato i titoli all'interno del portafoglio rispetto all'indice e dato che la quasi totalità dei titoli ha presentato rendimenti negativi questo ha portato il fondo a perdere meno di quanto fatto dal FTSE 100.

4.4.4 Focus sui 10 maggiori investimenti

Questa parte si concentra sui dieci maggiori investimenti del fondo sovrano in società del FTSE 100, andando ad analizzare il comportamento tenuto nel 2020 per vedere come la crisi dovuta alla pandemia di Covid-19 abbia impattato sulle scelte di allocazione del fondo sovrano. I dieci titoli analizzati sono i seguenti e rappresentano circa il 50% del valore dell'intero portafoglio creato:

1	Diageo PLC	2	Astrazeneca PLC
3	Royal Dutch Shell A PLC	4	Royal Dutch Shell B PLC
5	GlaxoSmithKline PLC	6	BHP Group PLC
7	Rio Tinto PLC	8	HSBC Holdings PLC
9	Unilever PLC	10	BP PLC

L'analisi viene svolta osservando titolo per titolo e analizzando se, in seguito al movimentarsi del prezzo dell'azione, il fondo abbia apportato modifiche alla partecipazione nella società. Nel caso in cui il fondo abbia modificato la quantità del numero di azioni possedute nella stessa direzione del rendimento del titolo, verrà sottolineato in verde, in caso contrario la sottolineatura rossa indicherà che il fondo avrà sottopesato un guadagno o sovrappesato una perdita.

Tabella 4.8 Partecipazioni e prezzi Diageo e AstraZeneca

DATA	Diageo PLC			AstraZeneca PLC		
	N° AZIONI	PREZZO	VALORE	N° AZIONI	PREZZO	VALORE
dic-19	54.661.340	32,005	£ 1.749.436.186,70	29.752.174	76,070	£ 2.263.247.876,18
gen-20	54.661.340	30,100	£ 1.645.306.334,00	29.752.174	74,240	£ 2.208.801.397,76
feb-20	54.661.340	27,655	£ 1.511.659.357,70	29.752.174	67,940	£ 2.021.362.701,56
mar-20	53.108.536	25,865	£ 1.373.652.283,64	30.086.804	72,160	£ 2.171.063.776,64
apr-20	53.108.536	27,500	£ 1.460.484.740,00	30.086.804	83,220	£ 2.503.823.828,88
mag-20	53.108.536	27,905	£ 1.481.993.697,08	30.086.804	85,800	£ 2.581.447.783,20
giu-20	52.617.845	26,815	£ 1.410.947.513,68	30.892.120	84,210	£ 2.601.425.425,20
lug-20	52.617.845	28,010	£ 1.473.825.838,45	30.892.120	85,300	£ 2.635.097.836,00
ago-20	106.091.044	25,095	£ 2.662.354.749,18	31.033.134	83,400	£ 2.588.163.375,60
	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE
gen-20	0,00%	-5,95%	-5,95%	0,00%	-2,41%	-2,41%
feb-20	0,00%	-8,12%	-8,12%	0,00%	-8,49%	-8,49%
mar-20	-2,84%	-6,47%	-9,13%	1,12%	6,21%	7,41%
apr-20	0,00%	6,32%	6,32%	0,00%	15,33%	15,33%
mag-20	0,00%	1,47%	1,47%	0,00%	3,10%	3,10%
giu-20	-0,92%	-3,91%	-4,79%	2,68%	-1,85%	0,77%
lug-20	0,00%	4,46%	4,46%	0,00%	1,29%	1,29%
ago-20	101,63%	-10,41%	80,64%	0,46%	-2,23%	-1,78%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Come si può vedere dalla Tabella 4.8, nel caso di Diageo, azienda leader nel settore delle bevande alcoliche, nel mese di marzo e di giugno il fondo ha seguito abbastanza l'andamento del titolo. Nel mese di agosto, il fondo ha raddoppiato la propria partecipazione nonostante un rendimento del titolo ampiamente negativo, così facendo il valore della partecipazione è salito fortemente ma solo grazie a questo rilevante acquisto. AstraZeneca, azienda operante nel settore farmaceutico, è stata una delle poche società a presentare un rendimento positivo nel mese di marzo, cosa che ha spinto il fondo ad aumentare leggermente la propria partecipazione, salvo poi diminuirla nei mesi di giugno e agosto.

Tabella 4.9 Partecipazioni e prezzi Royal Dutch Shell A e B

DATA	Royal Dutch Shell A PLC			Royal Dutch Shell B PLC		
	N° AZIONI	PREZZO	VALORE	N° AZIONI	PREZZO	VALORE
dic-19	107.550.259	22,350	£ 2.403.748.288,65	92.795.521	22,395	£ 2.078.155.692,80
gen-20	107.550.259	19,944	£ 2.144.982.365,50	92.795.521	20,000	£ 1.855.910.420,00
feb-20	107.550.259	16,614	£ 1.786.840.003,03	92.795.521	16,636	£ 1.543.746.287,36
mar-20	54.215.206	14,190	£ 769.313.773,14	185.839.103	13,598	£ 2.527.040.122,59
apr-20	54.215.206	13,250	£ 718.351.479,50	185.839.103	12,864	£ 2.390.634.220,99
mag-20	54.215.206	12,592	£ 682.677.873,95	185.839.103	12,260	£ 2.278.387.402,78
giu-20	112.480.300	12,870	£ 1.447.621.461,00	188.539.567	12,240	£ 2.307.724.300,08
lug-20	112.480.300	11,216	£ 1.261.579.044,80	188.539.567	10,808	£ 2.037.735.640,14
ago-20	205.909.862	11,068	£ 2.279.010.352,62	189.643.372	10,630	£ 2.015.909.044,36
	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE
gen-20	0,00%	-10,77%	-10,77%	0,00%	-10,69%	-10,69%
feb-20	0,00%	-16,70%	-16,70%	0,00%	-16,82%	-16,82%
mar-20	-49,59%	-14,59%	-56,95%	100,27%	-18,26%	63,70%
apr-20	0,00%	-6,62%	-6,62%	0,00%	-5,40%	-5,40%
mag-20	0,00%	-4,97%	-4,97%	0,00%	-4,70%	-4,70%
giu-20	107,47%	2,21%	112,05%	1,45%	-0,16%	1,29%
lug-20	0,00%	-12,85%	-12,85%	0,00%	-11,70%	-11,70%
ago-20	83,06%	-1,32%	80,65%	0,59%	-1,65%	-1,07%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Royal Dutch Shell è un'azienda leader nel settore del petrolio, essa è presente all'interno dell'indice FTSE 100 con due classi di azioni, A e B, se vengono sommati i valori delle partecipazioni nelle due tipologie di azioni, Royal Dutch risulta essere il principale investimento azionario del fondo sovrano in Inghilterra. Per quanto riguarda la classe A, la partecipazione del fondo in questo titolo è stata molto volatile in quest'anno. A marzo il titolo ha segnato una forte perdita alla quale il fondo ha risposto dimezzando la partecipazione, salvo poi nei mesi successivi tornare ad acquistare una gran quantità di titoli nonostante l'azione abbia continuato a performare negativamente. La classe B è stata caratterizzata anch'essa da rendimenti negativi per tutto l'anno 2020, il fondo sovrano in questo caso ha deciso comunque di aumentare la propria quota azionaria, in particolar modo nel mese di marzo dove è stata raddoppiata.

Tabella 4.10 Partecipazioni e prezzi GlaxoSmithKline e BHP Group

DATA	GlaxoSmithKline PLC			BHP Group PLC		
	N° AZIONI	PREZZO	VALORE	N° AZIONI	PREZZO	VALORE
dic-19	123.306.837	17,790	£ 2.193.628.630,23	83.763.477	17,768	£ 1.488.309.459,34
gen-20	123.306.837	17,840	£ 2.199.793.972,08	83.763.477	16,598	£ 1.390.306.191,25
feb-20	123.306.837	15,622	£ 1.926.299.407,61	83.763.477	14,184	£ 1.188.101.157,77
mar-20	123.753.604	15,146	£ 1.874.372.086,18	83.867.346	12,520	£ 1.050.019.171,92
apr-20	123.753.604	16,610	£ 2.055.547.362,44	83.867.346	13,362	£ 1.120.635.477,25
mag-20	123.753.604	16,718	£ 2.068.912.751,67	83.867.346	15,812	£ 1.326.110.474,95
giu-20	121.210.803	16,366	£ 1.983.736.001,90	96.025.415	16,544	£ 1.588.644.465,76
lug-20	121.210.803	15,298	£ 1.854.282.864,29	96.025.415	16,550	£ 1.589.220.618,25
ago-20	120.865.705	14,720	£ 1.779.143.177,60	101.512.183	17,128	£ 1.738.700.670,42
	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE
gen-20	0,00%	0,28%	0,28%	0,00%	-6,58%	-6,58%
feb-20	0,00%	-12,43%	-12,43%	0,00%	-14,54%	-14,54%
mar-20	0,36%	-3,05%	-2,70%	0,12%	-11,73%	-11,62%
apr-20	0,00%	9,67%	9,67%	0,00%	6,73%	6,73%
mag-20	0,00%	0,65%	0,65%	0,00%	18,34%	18,34%
giu-20	-2,05%	-2,11%	-4,12%	14,50%	4,63%	19,80%
lug-20	0,00%	-6,53%	-6,53%	0,00%	0,04%	0,04%
ago-20	-0,28%	-3,78%	-4,05%	5,71%	3,49%	9,41%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

La GlaxoSmithKline è un'azienda del settore farmaceutico, nonostante appartenga ad uno dei pochi settori che ha performato in modo positivo durante la crisi, la società ha avuto una performance negativa per quasi tutto il 2020, ad eccezione del mese di aprile. Il fondo tranne nel mese di marzo dove ha leggermente sovrappesato una perdita, nei mesi di giugno e agosto ha diminuito leggermente la propria partecipazione. BHP Group rappresenta la maggiore società mineraria del mondo, il titolo dopo le pesanti perdite del primo trimestre ha iniziato a salire ed anche la partecipazione del fondo sovrano da giugno è cresciuta.

Tabella 4.11 Partecipazioni e prezzi Rio Tinto e HSBC Holdings

DATA	Rio Tinto PLC			HSBC Holdings PLC		
	N° AZIONI	PREZZO	VALORE	N° AZIONI	PREZZO	VALORE
dic-19	25.743.386	45,030	£ 1.159.224.671,58	411.106.913	5,919	£ 2.433.341.818,05
gen-20	25.743.386	40,840	£ 1.051.359.884,24	411.106.913	5,518	£ 2.268.487.945,93
feb-20	25.743.386	36,080	£ 928.821.366,88	411.106.913	5,239	£ 2.153.789.117,21
mar-20	33.696.460	37,185	£ 1.253.002.865,10	394.082.954	4,543	£ 1.790.318.860,02
apr-20	33.696.460	36,845	£ 1.241.546.068,70	394.082.954	4,100	£ 1.615.740.111,40
mag-20	33.696.460	43,130	£ 1.453.328.319,80	394.082.954	3,701	£ 1.458.501.012,75
giu-20	34.154.191	45,490	£ 1.553.674.148,59	418.086.249	3,786	£ 1.582.874.538,71
lug-20	34.154.191	46,150	£ 1.576.215.914,65	418.086.249	3,422	£ 1.430.691.144,08
ago-20	33.811.874	46,350	£ 1.567.180.359,90	449.350.750	3,302	£ 1.483.756.176,50
	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE
gen-20	0,00%	-9,30%	-9,30%	0,00%	-6,77%	-6,77%
feb-20	0,00%	-11,66%	-11,66%	0,00%	-5,06%	-5,06%
mar-20	30,89%	3,06%	34,90%	-4,14%	-13,28%	-16,88%
apr-20	0,00%	-0,91%	-0,91%	0,00%	-9,75%	-9,75%
mag-20	0,00%	17,06%	17,06%	0,00%	-9,73%	-9,73%
giu-20	1,36%	5,47%	6,90%	6,09%	2,30%	8,53%
lug-20	0,00%	1,45%	1,45%	0,00%	-9,61%	-9,61%
ago-20	-1,00%	0,43%	-0,57%	7,48%	-3,51%	3,71%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Anche Rio Tinto è una società appartenente al settore minerario, rappresenta la terza più grande società al mondo in questo comparto, il titolo a differenza del mercato ha avuto un rendimento positivo da marzo in poi, fattore che ha spinto il fondo sovrano ad aumentare del 30,89% la propria partecipazione. HSBC holding rappresenta uno dei più grandi gruppi bancari del mondo, nonché il più grande d'Europa per capitalizzazione. Il titolo, come tutto il settore finanziario, è stato colpito duramente dalla recente crisi economica, in particolar modo nel trimestre che va da marzo a maggio. Il fondo sovrano ha reagito alla grossa perdita del mese di marzo con una vendita, salvo poi tornare ad aumentare la propria partecipazione nei mesi di giugno e agosto.

Tabella 4.12 Partecipazioni e prezzi Unilever e BP

DATA	Unilever PLC			BP PLC		
	N° AZIONI	PREZZO	VALORE	N° AZIONI	PREZZO	VALORE
dic-19	27.561.201	43,505	£ 1.199.050.049,51	475.121.078	4,716	£ 2.240.671.003,85
gen-20	27.561.201	45,335	£ 1.249.487.047,34	475.121.078	4,567	£ 2.169.877.963,23
feb-20	27.561.201	41,700	£ 1.149.302.081,70	475.121.078	3,962	£ 1.882.429.711,04
mar-20	13.757.108	40,755	£ 560.670.936,54	465.108.248	3,442	£ 1.600.902.589,62
apr-20	13.757.108	41,020	£ 564.316.570,16	465.108.248	3,131	£ 1.456.253.924,49
mag-20	13.757.108	43,320	£ 595.957.918,56	465.108.248	3,058	£ 1.422.301.022,38
giu-20	28.905.740	43,550	£ 1.258.844.977,00	455.548.981	3,072	£ 1.399.446.469,63
lug-20	28.905.740	45,730	£ 1.321.859.490,20	455.548.981	2,752	£ 1.253.670.795,71
ago-20	28.213.710	44,600	£ 1.258.331.466,00	454.687.707	2,642	£ 1.201.284.921,89
	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE	VARIAZIONE AZIONI	REND AZIONE	VARIAZIONE VALORE
gen-20	0,00%	4,21%	4,21%	0,00%	-3,16%	-3,16%
feb-20	0,00%	-8,02%	-8,02%	0,00%	-13,25%	-13,25%
mar-20	-50,09%	-2,27%	-51,22%	-2,11%	-13,12%	-14,96%
apr-20	0,00%	0,65%	0,65%	0,00%	-9,04%	-9,04%
mag-20	0,00%	5,61%	5,61%	0,00%	-2,33%	-2,33%
giu-20	110,11%	0,53%	111,23%	-2,06%	0,46%	-1,61%
lug-20	0,00%	5,01%	5,01%	0,00%	-10,42%	-10,42%
ago-20	-2,39%	-2,47%	-4,81%	-0,19%	-4,00%	-4,18%

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Unilever rappresenta un'azienda a cui fanno capo diversi marchi appartenenti ai settori dell'alimentazione, delle bevande e dei prodotti per la casa, in questo caso il fondo sovrano ha diminuito e poi aumentato la propria partecipazione seguendo l'andamento del titolo. Da evidenziare come nel mese di marzo la partecipazione sia stata dimezzata salvo poi essere tornata ai livelli precedenti nel mese di giugno. BP è una società del settore petrolifero e come tutte le aziende di questo settore ha subito forti perdite nell'ultimo anno, come si può vedere quasi tutti i rendimenti mensili sono negativi. Il fondo in questi mesi ha diminuito leggermente la propria partecipazione seguendo le perdite del titolo.

Come si è visto il fondo sovrano norvegese ha modificato abbastanza i propri pesi all'interno delle società, ovviamente questo focus rappresenta una piccola parte delle 100 società appartenenti all'indice FTSE 100, ma allo stesso tempo sono le aziende che hanno il peso maggiore in portafoglio. Alcune volte sono state sovrappesate delle perdite mentre in altri casi sono state aumentate le partecipazioni a seguito di

rendimenti positivi. Una considerazione da fare però è quella per cui a causa della crisi che ha colpito anche l'economia norvegese, il fondo ha dovuto liquidare alcune partecipazioni per far fronte alle difficoltà delle casse pubbliche, questo potrebbe aver influenzato le scelte nella gestione del portafoglio globale e di conseguenza anche in quello inglese.

4.4.5 Performance attribution

In quest'ultima sezione, l'analisi si concentra sulla performance attribution, ovvero si cerca di spiegare a cosa sia dovuta la differenza di rendimento tra il portafoglio del fondo sovrano e l'indice di mercato FTSE 100. Anche in questo caso come nel sottoparagrafo 4.4.3, l'analisi si focalizza sul mese di marzo 2020 il quale ha rappresentato il mese maggiormente colpito dalla pandemia. Lo studio è composto da tre differenti tipologie di performance attribution: la prima si riferisce ai settori d'investimento, la seconda va ad analizzare le differenze in termini di capitalizzazione delle società ed infine la terza mira ad evidenziare le discrepanze per quanto riguarda lo stile azionario delle società.

I rendimenti nel mese di marzo 2020 sono stati rispettivamente del -13,808% per l'indice e del -12,769% per il fondo, di conseguenza il portafoglio del fondo sovrano nonostante il rendimento negativo ha avuto una performance migliore per un valore pari al 1,039%.

A) Sector allocation:

Di seguito viene proposta la Tabella 4.13 con i pesi che il fondo e l'indice FTSE 100 avevano sui differenti settori a marzo del 2020. Inoltre, sono presenti i rendimenti che ogni settore ha avuto all'interno del fondo e dell'indice.

Tabella 4.13 Performance attribution per settori

SETTORI	PESI FONDO	PESI INDICE	REND FONDO	REND INDICE	REND SETTORE FONDO	REND SETTORE INDICE
Industriale	7,344%	9,745%	-17,046%	-17,831%	-1,252%	-1,738%
Finanziario	23,078%	22,450%	-22,051%	-21,269%	-5,089%	-4,775%
Beni di consumo	11,816%	16,290%	-8,114%	-8,747%	-0,959%	-1,425%
Utilities	5,163%	4,352%	-7,402%	-8,695%	-0,382%	-0,378%
Servizi al consumatore	9,284%	11,095%	-14,667%	-18,020%	-1,362%	-1,999%
Telecomunicazioni	3,587%	2,938%	-16,082%	-16,131%	-0,577%	-0,474%
Materie prime	9,754%	8,491%	-6,917%	-11,979%	-0,675%	-1,017%
Salute	14,059%	11,217%	0,523%	0,256%	0,073%	0,029%
Tecnologia	0,380%	0,618%	-16,001%	-15,161%	-0,061%	-0,094%
Gas e petrolio	15,535%	12,805%	-16,006%	-15,127%	-2,487%	-1,937%
					TOTALE	-12,769%
					DIFFERENZA	1,039%
		SECTOR ALLOCATION		STOCK SELCETION		
	DIFFERENZA PESI	$(W_p - W_i) * R_i$	DIFFERENZA RENDIMENTI	$(R_p - R_i) * W_p$		
Industriale	-2,401%	0,428%	0,785%	0,058%		
Finanziario	0,628%	-0,134%	-0,783%	-0,181%		
Beni di consumo	-4,474%	0,391%	0,633%	0,075%		
Utilities	0,811%	-0,071%	1,293%	0,067%		
Servizi al consumatore	-1,810%	0,326%	3,353%	0,311%		
Telecomunicazioni	0,649%	-0,105%	0,049%	0,002%		
Materie prime	1,264%	-0,151%	5,063%	0,494%		
Salute	2,842%	0,007%	0,267%	0,038%		
Tecnologia	-0,238%	0,036%	-0,840%	-0,003%		
Gas e petrolio	2,731%	-0,413%	-0,879%	-0,137%		
	TOTALE	0,316%	TOTALE	0,723%		

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

Quel che emerge dall'analisi è come la maggior parte della differenza di rendimento tra il fondo e l'indice sia dovuta alla stock selection ovvero alla selezione dei titoli, ad ogni modo anche la scelta dei settori presenta una differenza di rendimento positiva. In particolar modo, per quanto riguarda la sector allocation, si può notare come vada ad impattare in modo positivo per il fondo la minor esposizione ai titoli del settore industriale i quali presentano rendimenti particolarmente negativi, e il minore peso dato al settore dei beni di consumo. Ad impattare in modo negativo sul rendimento è invece il maggior peso nel portafoglio del fondo rispetto all'indice dei titoli del settore

petrolifero. Dal punto di vista della selezione dei titoli invece si vede come la maggior differenza in termini di rendimento sia dovuta alle società appartenenti al settore delle materie prime mentre per i restanti settori le differenze in termini di rendimento non sono particolarmente significative. L'unico settore che presenta rendimenti positivi è quello della salute nel quale il fondo sovrano è maggiormente esposto rispetto all'indice ma dato che il rendimento è molto basso, il maggiore peso non porta ad una differenza significativa.

B) Allocazione per capitalizzazione

È stata svolta un'analisi di performance attribution basandosi sulle dimensioni delle società, caratteristica misurata in questo caso dalla capitalizzazione di mercato. Essendo le società, che compongono l'indice FTSE 100, considerate le cento maggiori società per capitalizzazione appartenenti al mercato azionario inglese, esse rappresenterebbero tutti titoli considerati Large-Cap. In questa analisi si è voluto suddividere queste aziende comunque in termini di Large, Mid e Small Cap,

Tabella 4.14 Performance attribution per capitalizzazione

ASSET CLASS	PESI FONDO	PESI INDICE	REND FONDO	REND INDICE	REND CLASSE FONDO	REND CLASSE INDICE
Large-Cap	77,720%	76,212%	-10,404%	-11,330%	-8,086%	-8,635%
Mid-Cap	12,585%	15,556%	-23,067%	-23,603%	-2,903%	-3,672%
Small-Cap	9,695%	8,232%	-18,356%	-18,240%	-1,780%	-1,502%
				TOTALE	-12,769%	-13,808%
				DIFFERENZA	1,039%	
		ASSET ALLOCATION		STOCK SELCETION		
ASSET CLASS	DIFFERENZA PESI	$(W_p - W_i) * R_i$	DIFFERENZA RENDIMENTI	$(R_p - R_i) * W_p$		
Large-Cap	1,508%	-0,171%	0,925%	0,719%		
Mid-Cap	-2,972%	0,701%	0,536%	0,067%		
Small-Cap	1,463%	-0,267%	-0,115%	-0,011%		
TOTALE		0,264%	TOTALE	0,776%		

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg

I risultati ottenuti dicono che la differenza di rendimento tra il fondo e l'indice FTSE 100 è dovuta sia all'asset allocation che alla stock selection. Anche in questo caso la

maggior differenza è dovuta alla selezione dei titoli all'interno delle categorie. Analizzando l'asset allocation si può notare come il maggior rendimento del fondo sia dovuto alla minore esposizione sulle società considerate a media capitalizzazione le quali mostrano i rendimenti peggiori. Dal punto di vista della stock selection invece, è la categoria delle Large-Cap a creare la maggior differenza di rendimento tra il fondo e l'indice in quanto il primo mostra un rendimento seppur negativo migliore rispetto a quello del FTSE 100.

C) Allocazione per stile azionario

L'ultima analisi di performance attribution si basa sullo stile azionario dei titoli, i quali sono stati classificati in tre categorie: Value, Growth e Blend. I primi rappresentano società consolidate che hanno solitamente rapporti prezzo-utile bassi e che tendono ad elargire maggiormente dividendi. I titoli Growth come dice il termine stesso invece sono società caratterizzate da elevati tassi di crescita, presentano rapporti prezzo-utile elevati e sono meno propensi alla distribuzione degli utili. Infine, i titoli Blend rappresentano una via di mezzo tra le due categorie appena descritte.

Tabella 4.15 Performance attribution per stile azionario

ASSET CLASS	PESI FONDO	PESI INDICE	REND FONDO	REND INDICE	REND CLASSE FONDO	REND CLASSE INDICE
Value	66,696%	66,867%	-14,854%	-15,782%	-9,907%	-10,553%
Blend	26,749%	25,410%	-6,984%	-8,058%	-1,868%	-2,047%
Growth	6,555%	7,724%	-15,160%	-15,635%	-0,994%	-1,208%
				TOTALE	-12,769%	-13,808%
				DIFFERENZA	1,039%	
		ASSET ALLOCATION		STOCK SELECTION		
ASSET CLASS	DIFFERENZA PESI	$(W_p - W_i) * R_i$	DIFFERENZA RENDIMENTI	$(R_p - R_i) * W_p$		
Value	-0,170%	0,027%	0,928%	0,619%		
Blend	1,339%	-0,108%	1,073%	0,287%		
Growth	-1,169%	0,183%	0,475%	0,031%		
		TOTALE	0,102%	TOTALE	0,937%	

FONTE: Elaborazione personale su dati Bloomberg e Morningstar

Il maggior rendimento del fondo rispetto all'indice FTSE 100 in termini di stile di azionario è dovuto sia all'asset allocation che alla stock selection, la quale mostra il maggior apporto al rendimento.

Analizzando l'asset allocation si può notare come la maggior esposizione del fondo ai titoli blend porti ad un contributo al rendimento negativo, mentre la leggera minore esposizione ai titoli value e growth comporta una differenza di rendimento positiva. Dal punto di vista della stock selection invece, il maggior contributo al rendimento è dovuto alla differenza dei rendimenti tra i titoli value, questo è dovuto principalmente al fatto che tale categoria rappresenta i 2/3 sia del portafoglio che dell'indice. Se si va ad analizzare solamente i rendimenti invece, è la categoria blend a presentare la maggiore differenza vedendo anche in questo caso il fondo fare meglio dell'indice.

Per concludere, i rendimenti nel mese di marzo 2020 sono stati fortemente negativi sia per il fondo che per l'indice FTSE 100 così come per tutte le principali borse del mondo. Nonostante le perdite si è visto come il portafoglio creato del fondo sovrano norvegese abbia avuto una performance migliore perdendo meno di quanto fatto dall'indice di mercato. Questo miglior risultato è stato dovuto sia a scelte di sector e asset allocation sia in particolar modo alla selezione dei titoli. Per quanto riguarda i settori la miglior performance è dovuta soprattutto ad una minore esposizione ai settori industriale e dei beni al consumo, mentre dal lato dei rendimenti la selezione dei titoli all'interno del settore delle materie prime ha portato la maggior differenza in termini di stock selection.

Sul piano della capitalizzazione delle società il fondo ha performato meglio grazie soprattutto a due fattori: la minore esposizione ai titoli a media capitalizzazione i quali hanno mostrato i rendimenti peggiori, una migliore selezione dei titoli nelle società considerate Large.

Infine, dal punto di vista dello stile azionario delle società, il miglior rendimento è dovuto al minore peso dei titoli Growth all'interno del fondo rispetto a quanto fatto dall'indice.

CONCLUSIONI

Il fenomeno dei fondi sovrani a livello di popolarità è esploso a cavallo della crisi finanziaria del 2008 nella quale questi particolari veicoli di investimento hanno avuto un ruolo importante. La storia dei fondi sovrani è sempre stata accompagnata da un certo scetticismo da parte delle istituzioni mondiali, ciò è dovuto soprattutto alla loro scarsa trasparenza.

All'inizio fu fondamentale cercare di dare una definizione che potesse caratterizzare questi veicoli di investimento. Nel 2005 venne coniato per la prima volta il termine Sovereign Wealth Fund da Andrew Rozanov. In seguito, l'onere di dare una definizione lo assunse il Fondo Monetario Internazionale, che nel 2008 definì i SWF come uno speciale veicolo di investimento di proprietà dei governi, creato dagli stessi per fini macroeconomici. Essi gestiscono, e amministrano la propria ricchezza per raggiungere determinati obiettivi finanziari, utilizzando diverse strategie di investimento tra cui l'investimento in attività estere.

I fondi sovrani possono essere classificati in base a due criteri: quello della fonte della propria ricchezza e quello dell'obiettivo che si prefiggono di raggiungere. Per il primo punto la suddivisione viene fatta in fondi commodity, ovvero fondi che derivano la propria ricchezza dalla vendita di risorse naturali, in primis petrolio. Fondi non commodity i quali reinvestono i proventi fiscali o i saldi positivi della bilancia dei pagamenti.

Dal lato degli obiettivi i SWF invece vengono suddivisi in cinque categorie: fondi di stabilizzazione, fondi di risparmio, società di reinvestimento delle riserve, fondi di sviluppo e fondi pensione. I fondi sovrani hanno vissuto una costante crescita dagli inizi ad oggi dove sono presenti 94 fondi nel mondo i quali gestiscono una ricchezza totale pari a 8,4 trilioni di dollari. Il mercato dei fondi sovrani è molto concentrato in quanto il 10% dei fondi possiede il 73% della ricchezza totale gestita, mentre la collocazione geografica vede la maggior parte dei fondi sovrani situati nel Medio Oriente e nei paesi asiatici. Per quanto riguarda l'allocazione degli investimenti negli anni c'è stato un

netto cambio di strategia che ha visto l'aumentare degli investimenti in titoli azionari a discapito del mercato fixed-income. Al giorno d'oggi la visione strategica dei fondi sovrani si sta spostando verso mercati meno liquidi dove poter sfruttare il loro orizzonte d'investimento di lungo termine, mercati quali il real estate e il private equity.

A livello di struttura, la maggior parte dei fondi sovrani ha una governance poco chiara, o ancor peggio nei paesi governati da una politica non democratica, i fondi sovrani rappresentano uno strumento per mettere in atto le strategie delle case regnanti.

Se si vanno ad analizzare le differenze con altre tipologie di investitori, sicuramente le più rilevanti sono quelle relative al tipo di proprietà e la mancanza di passività. La prima è pubblica mentre la seconda caratteristica li rende assolutamente degli investitori di lungo periodo con possibilità di intervento anche in periodi di crisi finanziaria.

La dimensione raggiunta negli anni dai SWF ha portato gli studiosi a concentrarsi anche sui possibili effetti che la loro attività può creare all'interno del mercato finanziario. Una delle questioni da tenere maggiormente in considerazione è quella per cui la maggior parte dei fondi sovrani ha sede in paesi non sviluppati mentre i loro investimenti sono destinati principalmente ai mercati sviluppati. Questo è in contrasto con la teoria economica per la quale i flussi di denaro dovrebbero viaggiare dai paesi più sviluppati a quello in via di sviluppo. In particolar modo è stato studiato l'impatto che l'acquisto di titoli azionari da parte dei fondi sovrani può avere sui titoli stessi. Quel che emerge da due degli studi principali, ovvero quello di Kotter e Lel del 2008 e quello di Bortolotti e Fotak del 2015, è come l'impatto sui titoli sia positivo solamente nel breve periodo, mentre nel medio termine le performance dei titoli acquistati sono addirittura negative.

Per quanto concerne la crisi finanziaria del 2008, i fondi sovrani hanno avuto un ruolo importante nella ricapitalizzazione delle società del settore finanziario americano, in particolare nelle banche. L'essere un investitore di lungo periodo ha permesso ai fondi sovrani di immettere liquidità all'interno del sistema finanziario in un periodo in cui il

mercato del credito era congelato. L'aver investito pesantemente nelle banche si è rivelato controproducente in quanto le perdite affrontate dai fondi sovrani sono state importanti, ciò nel biennio successivo alla crisi ha portato i fondi a rivedere l'eccessiva esposizione dei propri portafogli nel settore finanziario.

La recente crisi dovuta alla pandemia di Covid-19 ha rappresentato un importante banco di prova per i fondi sovrani. I mercati di tutto il mondo hanno riportato pesanti perdite, in particolar modo nei mesi di febbraio e marzo, non esentando anche i fondi sovrani. Oltre alla situazione critica dei mercati finanziari, le difficoltà legate alla pandemia hanno attaccato anche le economie dei paesi che possiedono un fondo. In una situazione del genere in linea teorica ci si aspetta che i governi che possiedono un fondo sovrano usino i capitali del fondo per coprire le perdite dei bilanci pubblici. Nella realtà dei fatti questo è accaduto in pochissimi casi, la maggior parte dei fondi sovrani non ha ricevuto prelievi da parte del proprio governo. Per quanto riguarda invece la strategia di investimento i SWF hanno mantenuto il livello di rischio che avevano precedentemente alla crisi non andando a chiudere grandi posizioni sui mercati azionari. Addirittura, in alcuni casi i fondi hanno approfittato del calo dei prezzi per poter aumentare la propria partecipazione azionaria.

L'attività dei fondi sovrani è sempre stata accompagnata da una certa preoccupazione dovuta soprattutto al rischio politico che può nascondersi dietro le loro scelte e alla mancanza di trasparenza. Per quanto riguarda il rischio politico, questo è dettato dal fatto che la maggior parte dei SWF appartiene a paesi non democratici, la preoccupazione in questi casi è che l'investimento sia guidato più da motivazioni di carattere politico che economico.

Dal punto di vista della trasparenza sono stati utilizzati due indici che hanno classificato i fondi sovrani in base al grado di trasparenza che presentano. Le classifiche degli indici di Truman e Linaburg-Maduell mostrano come nelle prime posizioni ci siano i paesi più sviluppati con delle economie che possiamo definire "occidentali" come, ad esempio, la Norvegia e la Nuova Zelanda mentre nelle ultime posizioni si trovano i fondi sovrani di stati meno sviluppati e soprattutto non democratici. Proprio la relazione tra grado

di trasparenza e livello di democrazia negli anni ha prodotto diversi studi tra cui quello di Fabio Bertoni il quale dimostra che tale relazione è legata da una forte correlazione positiva.

Date la serie di problematiche che accompagnano l'attività dei fondi sovrani, negli anni le istituzioni internazionali si sono messe all'opera per cercare di regolarne l'attività. Al giorno d'oggi sono presenti due campi regolamentari: uno riguardante i fondi sovrani stessi e uno destinato ai paesi che ne ricevono gli investimenti. Per quanto riguarda il primo campo, il Fondo Monetario Internazionale nel 2008 ha varato i Generally Accepted Principles and Practices più comunemente chiamati Principi di Santiago. I GAPP rappresentano una serie di principi ai quali i fondi sovrani sono tenuti ad aderire su base volontaria. La struttura è articolata in tre pilastri che riguardano il quadro giuridico, la governance e gli investimenti. Negli anni sono state sollevate alcune critiche in merito al fatto che il sottostare ai principi sia su base volontaria e che non ci sia un organo preposto al controllo degli stessi. Nonostante queste critiche, i fondi sovrani negli ultimi anni hanno mostrato un miglioramento in termini di trasparenza.

Il secondo campo di regolamentazione è stato dettato dall'Ocse nel 2009 il quale ha emanato un rapporto per fissare le linee guida per i paesi destinatari degli investimenti. Tale rapporto si basa sui principi di non discriminazione, trasparenza da parte degli stati e limitazione alle restrizioni agli investimenti. L'Ocse nel proprio lavoro riconosce il diritto ai paesi di proteggersi nei casi in cui venga violata la sicurezza nazionale però, allo stesso tempo, li invita ad applicare le restrizioni in modo moderato evitando così che vengano posti troppi vincoli alla circolazione dei capitali.

L'ultimo capitolo è composto da un'analisi sul fondo sovrano norvegese, la nascita del fondo è dovuta alla scoperta di giacimenti petroliferi avvenuta nel 1969 in Norvegia. Gli elevati guadagni derivanti dalla vendita del petrolio spinsero il governo norvegese ad istituire un fondo sovrano che potesse reinvestire tale ricchezza in favore delle generazioni future. Questo fondo rappresenta perciò un fondo commodity di tipo pensionistico in quanto l'obiettivo fissato è proprio quello di salvaguardare il benessere delle future generazioni soprattutto in termini pensionistici. La struttura del fondo

sovrano è chiaramente delineata a differenza di quanto succede nella maggior parte dei casi. Il parlamento detta le linee guida da seguire per la gestione del fondo, il Ministero delle Finanze è il responsabile generale, la Banca Centrale norvegese ha la responsabilità della gestione la quale però in termini operativi è delegata alla società Norges Bank Investment Management. Il fondo negli anni ha avuto una crescita esponenziale che lo ha portato al giorno d'oggi a gestire un patrimonio superiore ai mille miliardi di dollari facendolo diventare il più grande fondo sovrano al mondo. Gli investimenti del fondo si suddividono in tre aree: azionaria, obbligazionaria ed immobiliare. A far da padrone è quella azionaria con una quota circa del 70% mentre quella immobiliare rappresenta una piccola parte del portafoglio. Una caratteristica particolare è che la totalità degli investimenti sono effettuati al di fuori della Norvegia.

Un elemento distintivo del fondo sovrano norvegese è quello relativo all'investimento responsabile, ovvero l'obiettivo del fondo non è solamente quello di salvaguardare le generazioni future in termini economici ma anche in termini sociali. Il fondo non investe in società che non rispettano per esempio i diritti delle persone, l'ambiente e società che hanno a che fare con la corruzione. Negli anni, infatti ci sono state diverse esclusioni dal portafoglio del fondo di società che non rispettavano questi principi.

Nell'ultima parte dell'elaborato la concentrazione ricade sull'investimento azionario del fondo sovrano norvegese in Inghilterra, in particolare concentrandosi sull'anno 2020 caratterizzato dalla crisi economica dovuta alla pandemia di Covid-19. L'analisi è composta dal confronto tra il portafoglio di titoli appartenenti all'indice FTSE 100 che il fondo sovrano possiede e l'indice di mercato stesso in un arco temporale di cinque anni. Quel che emerge dall'analisi dei rendimenti è come, sia in termini di rendimenti medi che cumulati, il fondo mostra una performance migliore rispetto a quella dell'indice. Concentrandosi sull'ultimo anno caratterizzato dalle forti perdite, sia il rendimento del fondo che quello dell'indice sono ampiamente negativi, con il primo che perde meno rispetto a quanto fatto dal mercato. Dall'analisi empirica di market timing risulta non esserci presenza di quest'ultimo in quanto il valore gamma della formula di Treynor e Mazuy risulta leggermente positivo ma non significativo.

Il confronto titolo-titolo tra il fondo e l'indice, effettuato nel mese di marzo 2020, ha mostrato come il fondo partecipi alla quasi totalità dei titoli appartenenti all'indice. Inoltre, anche in questo caso, seppur avendo un rendimento negativo, il fondo perde meno rispetto a quanto fatto dal FTSE 100. Questa minor perdita è dovuta soprattutto al fatto che il fondo nel 55% dei casi ha sottopesato i titoli rispetto all'indice, dato che la quasi totalità dei titoli ha avuto rendimenti negativi. Dallo studio dei dieci maggiori investimenti azionari del fondo nel mercato inglese si manifesta come il fondo sovrano abbia seguito nella maggior parte dei casi l'andamento del prezzo dei titoli andando a diminuire la propria partecipazione quando il titolo è sceso e invece aumentandola quando il titolo è salito.

Infine, dall'analisi di performance attribution, svolta sempre nel mese di marzo, appare come il miglior rendimento del fondo rispetto al mercato sia dovuto soprattutto alla stock selection più che all'asset allocation. Nel dettaglio, nel caso dell'allocation settoriale la miglior performance è dovuta alla minore esposizione ai titoli industriali e dei beni di consumo. Sul piano dell'allocation in termini di capitalizzazione invece il miglior rendimento del fondo è spiegato grazie al minor peso dei titoli a media capitalizzazione i quali hanno mostrato le performance peggiori. Infine, dal punto di vista dello stile azionario, il miglior risultato del fondo è dovuto alla minore esposizione ai titoli considerati Growth.

BIBLIOGRAFIA

Alvaro S., Ciccaglioni P., I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici, Consob Discussion papers, luglio 2012

Bagnall A. E., Truman E.M., Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Update SWF Scoreboard, Peterson Institute for International Economics, agosto 2013

Bassan F., Una Regolamentazione per i fondi sovrani, Il Mulino-Rivisteweb, 1° aprile 2009

Bassan F., The law of Sovereign Wealth Funds, Edward Elgar, Cheltenham, 2011

Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., Investments Tenth Edition, McGraw-Hill, New York, 2014

Bolton P., Samana F., Stiglitz J.E., Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing, Columbia University Press, New York 2011

Bortolotti B., Barbary V., Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment, Regulation of Foreign investment 2013

Bortolotti B., Fotak V., Hogg C., Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and Financial Resilience in Resource-Rich Countries, Baffi Carefin, Working paper 147, agosto 2020

Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. L., The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, febbraio 2015

Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W.; Nota di Lavoro 22.2009; Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance, Fondazione Eni Enrico Mattei, 2009

Bortolotti F., Fotak V., Megginson W. L., The Rise of sovereign wealth funds: Definition, Organization and Governance

Calamita M.R., Fondi sovrani e diritto internazionale degli investimenti: recenti tendenze, Il Mulino-Rivisteweb, Diritto pubblico comparato europeo, Fascicolo 3, luglio-settembre 2016

Capapé J., Sovereign Wealth Research, IE Center for the Governance Change, Sovereign Wealth Funds 2019

Chiarlone S., Ferri G., Bertoni F., Goldstein A., Drezner D., Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Osservatorio monetario n. 3/2008

Christopher Balding, A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds, 2008

Ciarlone A., Miceli V., Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale, Banca d'Italia, Occasional Paper, aprile 2013

European Commission, The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Economic paper 378 aprile 2009

IFSWF Annual Review 2017: Dealing with Disruption

International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles: 15 Case Studies, novembre 2014

International Forum of Sovereign Wealth Funds; Implementing the Santiago Principles: 12 Case Studies, novembre 2016

International Monetary Fund, Sovereign asset-liability management-Guidance for resource-Rich economies, 10 giugno 2014

International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", ottobre 2008

Jensen M.C. and Meckling W.H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976

Kotter J., Lel U., Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and Price of Keeping Secrets, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper Number 940, agosto 2008

Lossani M, Bertoni F., Chiarlone S., Fondi Sovrani. Economie emergenti e squilibri globali, Brioschi, Milano, 2010

Monitor Group, Weathering the Storm, SWF Annual Report 2008

Norges Bank Investment Management, Expectations of companies, Anti-corruption, marzo 2020

Norges Bank Investment Management, Expectations of companies, Tax transparency, marzo 2020

Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report, 27 febbraio 2020

Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Year report, 18 agosto 2020

Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, dicembre 2019

Norges Bank Investment Management, Management mandate for the Government Pension Fund Global, novembre 2019

Norges Bank Investment Management, Responsible investment, 3 marzo 2020

Norges Bank Investment Management, Return and Risk, 26 marzo 2020

OECD, Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, Investment Committee Report, 4 aprile 2008

Osama El-Baz, The Role of Sovereign Wealth Funds in Promoting the External Stability of the Home Economy, Scholedge International Journal of Management & Development Vol 05, Issue 09, 2018

Paulson A.L., Raising capital: The role of sovereign wealth funds, Chicago Fed Letter, The Federal Reserve Bank of Chicago, numero 258, gennaio 2009

Proposte della Commissione al Consiglio europeo sui fondi sovrani e sulla stabilità finanziaria, 27 febbraio 2008

PricewaterhouseCoopers, A growing force, Sovereign Investors, 2020

Quadro Curzio, Miceli V., I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi? Il Mulino, Bologna, 2009

Roselli A., Mazzantini G., I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi, Fondazione Astrid, dicembre 2009

Savona P., Regola P., Il ritorno dello Stato padrone. I Fondi sovrani e il Grande negoziato globale, Rubbettino, 2009

Shleifer A. Vishny R.W., Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy, 1986

Shleifer A. and Vishny R.W., A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, 1997

Siniscalco D., Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani, Il Mulino-Rivisteweb, 1° aprile 2008

State Street, IFSWF, Pandemic, No Panic: Evidence from Institutional Investor flows, aprile 2020

Steffen K., SWFs and foreign investment policies – an update, Deutsche Bank Research, 22 ottobre 2008

Stone S.E., Truman E.M., Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics, ottobre 2016

World Economic Outlook, Fondo Monetario Internazionale 2007

SITOGRAFIA

<https://fred.stlouisfed.org/searchresults/?st=sovereign%20wealth%20fund>

<https://it.finance.yahoo.com/>

<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-06-02/uber-fondo-saudita-investe-35-miliardi-dollari-075919.shtml?uuid=ADB9jZU>

https://www.adnkronos.com/soldi/economia/2015/02/27/qatar-compra-porta-nuova-milano_m91hv1Kbe6EpavcRPxUscO.html

https://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/Cdr/Baffi_Carefin/Home/Research+Units/SIL/Reports/

<https://www.bloomberg.com/europe>

<https://www.eiu.com/topic/democracy-index>

https://www.feem.it/it/press_area/comunicati-stampa/sovereign-wealth-fund-transactions-highlight-global-recovery-and-new-approaches-to-risk-management-in-investing/

<https://www.ifswf.org/>

<https://www.morningstar.it/IntroPage.aspx?site=it&backurl=https%3A%2F%2Fwww.morningstar.it%2Fit%2F>

<https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>

<https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/oecdguidanceonsovereignwealthfunds.htm>

<https://www.statista.com/statistics/276618/volume-of-managed-assets-in-sovereign-wealth-funds-worldwide/>

<https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>