



Dipartimento di Economia e Finanza  
Cattedra di Equity Markets and Alternative Investments

**Dalla Leadership Petrolifera alla Sostenibilità:  
può Saudi Aramco Guidare la Transizione  
Energetica?**

Prof.  
Marco Morelli  
RELATORE

Prof.  
Paolo Vitale  
CORRELATORE

Matricola: 788551  
Federico Cola  
CANDIDATO

*Anno Accademico 2024/2025*

*Pagina intenzionalmente lasciata vuota*

*A mio padre,  
Con gratitudine per ogni sacrificio silenzioso,  
per la fiducia riposta in me,  
per ogni parola di incoraggiamento,  
per aver reso possibile ogni tappa di questo percorso.*

*Ai miei nonni,  
a chi non ha potuto vedere l'inizio di questo percorso,  
e a chi seguirà questo mio traguardo da lontano.  
A tutti loro va il mio pensiero riconoscente,  
per ciò che mi hanno trasmesso,  
e per l'impronta silenziosa che porto con me ogni giorno.*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>1</b>
<b>CAPITOLO 1</b> .....	<b>3</b>
<b>IL CONTESTO STORICO E POLITICO DELL’IPO DI SAUDI ARAMCO</b> .....	<b>3</b>
1.1 SAUDI ARAMCO: ORIGINI E PROFILO AZIENDALE.....	3
1.1.1 <i>Posizione dominante nel mercato globale del petrolio</i> .....	5
1.1.2 <i>Strategie di pricing e influenza sui prezzi del petrolio</i> .....	7
1.1.3 <i>Relazioni geopolitiche e sicurezza energetica globale</i> .....	8
1.1.4 <i>Risorse di Saudi Aramco: capacità, riserve e infrastrutture</i> .....	9
1.2 LA DECISIONE POLITICA ED ECONOMICA DI QUOTARE ARAMCO.....	14
1.2.1 <i>Vision 2030: la cornice strategica di riferimento</i> .....	14
1.2.2 <i>Motivazioni finanziarie: diversificazione, entrate e investimenti</i> .....	15
1.2.3 <i>Motivazioni politiche e geopolitiche: immagine, potere e soft power</i> .....	18
1.2.4 <i>Implicazioni interne: mercati di capitale, governance e riforme</i> .....	21
1.2.5 <i>Valutazione ed entità dell’IPO</i> .....	25
1.2.6 <i>Considerazioni di sezione</i> .....	28
1.3 L’IPO: UN EVENTO SENZA PRECEDENTI .....	28
1.3.1 <i>Il processo di quotazione di Saudi Aramco</i> .....	28
1.3.2 <i>La scelta della borsa Tadawul: ragioni strategiche e vincoli politici</i> .....	31
1.3.3 <i>La sottoscrizione dell’offerta: investitori retail e istituzionali</i> .....	34
1.3.4 <i>Raccolta record di capitali e implicazioni finanziarie e geopolitiche</i> .....	37
<b>CAPITOLO 2</b> .....	<b>42</b>

## **L'IPO DI SAUDI ARAMCO: DIVERSIFICAZIONE ECONOMICA, BRANDING**

### **INTERNAZIONALE E RUOLO GLOBALE ..... 42**

#### **2.1 IPO COME LEVA PER DIVERSIFICAZIONE ECONOMICA E BRANDING INTERNAZIONALE..... 43**

##### *2.1.1 Attrazione di capitali e rafforzamento del ruolo saudita nei mercati globali ..... 46*

##### *2.1.2 Confronto con altre IPO strategiche di compagnie petrolifere statali..... 50*

##### *2.1.3 Considerazioni sull'IPO ..... 54*

#### **2.2 ALLOCAZIONE DEL CAPITALE POST-IPO E INVESTIMENTI NELLA TRANSIZIONE: IL CASO DI**

#### **SAUDI ARAMCO ..... 55**

##### *2.2.1 Utilizzo dei capitali raccolti e strategia finanziaria post-IPO ..... 55*

##### *2.2.2 Investimenti di Aramco nella transizione energetica ..... 58*

##### *2.2.2.1 Energie rinnovabili e idrogeno..... 58*

##### *2.2.2.2 Tecnologie di decarbonizzazione e Carbon Capture (CCS)..... 59*

##### *2.2.2.3 Efficienza energetica e innovazione tecnologica..... 61*

##### *2.2.2.4 Aramco, il Public Investment Fund e la Vision 2030 ..... 63*

#### **2.3 GOVERNANCE E PERCEZIONE DEGLI INVESTITORI ..... 64**

##### *2.3.1 Scelta della borsa Tadawul e impatti sulla trasparenza percepita ..... 64*

##### *2.3.2 Equilibrio tra gestione statale e interessi degli investitori privati ..... 67*

##### *2.3.3 Reazioni di fondi sovrani e investitori occidentali ..... 71*

### **CAPITOLO 3 ..... 77**

## **SAUDI ARAMCO E LA TRANSIZIONE ENERGETICA, TRA IMPEGNO REALE E**

### **GREENWASHING ..... 77**

#### **3.1 STRATEGIE OPERATIVE PER LA TRANSIZIONE ..... 77**

##### *3.1.1 Investimenti in Carbon Capture and Storage (CCS)..... 77*

3.1.2 Investimenti in idrogeno (blu e verde) e riduzione delle emissioni.....	79
3.1.3 Efficienza produttiva e innovazioni tecnologiche.....	81
3.2 ESG E SOSTENIBILITÀ: REALE IMPEGNO O FACCIATA PER SAUDI ARAMCO? .....	83
3.2.1 Impegni ufficiali e reporting di Aramco .....	83
3.2.2 Valutazioni ESG indipendenti.....	86
3.2.3 Emissioni di gas serra e obiettivi di net-zero .....	87
3.2.4 Investimenti in energie rinnovabili e soluzioni low-carbon .....	89
3.3 IL RUOLO DI SAUDI ARAMCO NEI MERCATI EMERGENTI.....	91
3.3.1 Espansione in Africa.....	92
3.3.2 Espansione in Asia.....	93
3.3.3 Espansione in America Latina.....	94
3.3.4 Partnership strategiche nel settore energetico.....	96
3.3.5 Opportunità per i produttori emergenti.....	97
3.3.6 Sfide e rischi .....	98

**CAPITOLO 4..... 101**

**IMPATTI GLOBALI: SAUDI ARAMCO COME MODELLO PER IL SETTORE**

**ENERGETICO ..... 101**

4.1 SAUDI ARAMCO COME BENCHMARK FINANZIARIO E OPERATIVO ..... 101

4.1.1 Andamento della capitalizzazione di mercato ..... 101

L’IPO DELLA SAUDI ARAMCO, DATA LA SUA PORTATA E GLI INTERESSI ECONOMICO/FINANZIARI, POLITICI E SOCIALI CONNESSI È STATA UN’OPERAZIONE DI PARTICOLARE COMPLESSITÀ, CHE, INVESTENDO LA PIÙ GRANDE COMPAGNIA PETROLIFERA AL MONDO, ESPRESSIONE DEL GOVERNO E DELLA CASA REALE SAUDITA, HA RICHIESTO, PER LA SUA PIENA ATTUAZIONE, SECONDO IL

PROGETTO INIZIALE, L’ESECUZIONE DI VARIE FASI A PARTIRE DAL 2019, CHE VENGONO DI SEGUITO	
RIASSUNTE: .....	101
4.1.2 <i>Politica dei dividendi</i> .....	104
4.1.3 <i>Strategia di allocazione degli utili: dividendi vs reinvestimenti</i> .....	105
4.2 INFLUENZA SULLE STRATEGIE DI ALTRE COMPAGNIE PETROLIFERE.....	106
4.2.1 <i>Le altre Big Oil seguono il modello saudita?</i> .....	108
4.2.2 <i>National Oil Companies nei mercati emergenti: IPO e diversificazione.</i> .....	111
4.3 IL RUOLO DEGLI INVESTITORI NELLA TRANSIZIONE ENERGETICA SAUDITA .....	114
4.3.1 <i>Ruolo di fondi sovrani e investitori privati nella transizione saudita</i> .....	115
4.3.2 <i>Impatto delle politiche finanziarie sugli investimenti ESG sauditi</i> .....	120
<b>CAPITOLO 5.....</b>	<b>126</b>
<b>PUÒ SAUDI ARAMCO GUIDARE LA TRANSIZIONE ENERGETICA?.....</b>	<b>126</b>
5.1 INVESTIMENTI DICHIARATI VS INVESTIMENTI REALI.....	126
5.1.1 <i>Coerenza tra narrazione strategica e dati finanziari</i> .....	126
5.1.2 <i>Investimenti “green” vs totale CapEx (2020-2024)</i> .....	128
5.1.3 <i>Asset allocation e motivazioni sistemiche</i> .....	130
5.2 SAUDI ARAMCO E I MERCATI EMERGENTI: UN’OPPORTUNITÀ PER LA TRANSIZIONE? .....	135
5.2.1 <i>Potenzialità dei mercati emergenti come laboratori di innovazione energetica</i> .....	135
5.2.2 <i>Partnership strategiche per accelerare il cambiamento</i> .....	140
5.3 SAUDI ARAMCO PUÒ DAVVERO GUIDARE LA TRANSIZIONE ENERGETICA? .....	147
5.3.1 <i>Dati quantitativi e trend globali: investimenti, emissioni e domanda energetica</i> .....	147
5.3.2 <i>Prospettive future e considerazioni conclusive</i> .....	150
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>152</b>

<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>154</b>
---------------------------	------------

# INTRODUZIONE

Il presente elaborato costituisce la conclusione di un percorso di studi magistrale in Economia e Finanza, presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma, che ha offerto allo scrivente la possibilità di approfondire, con stimolo e curiosità, in modo analitico e rigoroso, i temi caratteristici dei mercati finanziari, delle corporate finance e delle strategie aziendali, ingenerando una particolare e focalizzata attenzione verso il settore energetico.

Il percorso di studi svolto è stato determinante ai fini dell'acquisizione di competenze, tanto teoriche che pratiche, che rappresentano, nella loro veste di imprescindibile patrimonio di conoscenze, il punto di partenza per il mio futuro professionale.

Il focus centrale di questo lavoro, dal titolo "Dalla leadership petrolifera alla sostenibilità: può Saudi Aramco guidare la transizione energetica?", ha riguardato la costruzione di un'analisi approfondita del complesso e variegato percorso che aveva, quale obiettivo finale, quello della quotazione in borsa di Saudi Aramco, la più grande compagnia petrolifera al mondo per produzione e riserve fossili, realizzato nel dicembre del 2019, portando così a compimento la più grande operazione finanziaria di tale tipo mai realizzata, sia per i valori in gioco che per le implicazioni che ne sono derivate nel tempo.

L'obiettivo dell'elaborato è di fornire una visione quanto più completa possibile, nei limiti che caratterizzano comunque una tesi laurea, delle motivazioni strategiche, politiche, economiche e finanziarie che hanno guidato tale operazione, nonché di valutarne le ricadute sul mercato globale del petrolio, la governance aziendale e le conseguenti sfide della sostenibilità e della transizione energetica, che ad oggi, appaiono imprescindibili.

La struttura dell'elaborato è articolata in cinque capitoli principali e relativi paragrafi:

- il primo, recante il titolo "Il contesto storico e politico dell'IPO di Saudi Aramco", elabora le origini della compagnia, tracciando il profilo storico, economico e geopolitico del periodo in cui è stata fondata;
- il secondo capitolo analizza, più da vicino, le motivazioni politiche ed economiche che hanno originato la quotazione, inquadrandole nell'ambito del progetto Vision 2030, ambizioso piano strategico, di straordinaria portata, attraverso il quale l'Arabia Saudita si prefigge l'obiettivo di diversificare l'economia del Regno, grazie al progressivo sviluppo di altri settori, in grado di ridurre progressivamente la dipendenza dal petrolio;

- il terzo capitolo scende nel dettaglio dell'IPO stessa, attraverso la descrizione del processo tecnico-finanziario, le valutazioni della compagnia, le controversie e le implicazioni per i mercati di capitale locali e internazionali;
- nel quarto capitolo, il processo analitico è stato orientato verso le politiche di governance adottate da Aramco dopo la sua quotazione sul mercato domestico e successivamente su quelli restanti, con particolare attenzione ai principi di trasparenza aziendale richiesti dai mercati internazionali ed alla gestione della contrapposizione di interessi, che sorgono tra gli obiettivi statali, essendo la compagnia partecipata quasi per intero dallo stato saudita e gli interessi degli investitori;
- il quinto capitolo approfondisce la capacità, finanziarie e tecnologica, e l'impegno concreto di Aramco di porsi quale attore principale per guidare la transizione energetica globale, valutando, con un taglio necessariamente critico, le strategie ESG adottate dalla compagnia e discutendo sulle reali prospettive di successo e le possibili accuse di greenwashing, mosse da una parte della critica.

Pur avendo approfondito i temi trattati con la massima attenzione ed il richiesto rigore, il presente elaborato non ha la pretesa di esaurire, in ogni sua sfaccettatura, la complessità dell'argomento, prefiggendosi, quanto piuttosto, di offrire una base conoscitiva di ampio spettro, in grado di alimentare spunti di riflessione e giuste curiosità, che possano stimolare ed avviare ulteriori ricerche e approfondimenti. La speranza ultima è che questa trattazione, per i temi trattati ed il tipo di analisi svolta, possa catturare l'interesse del lettore e coinvolgerlo in un approfondito dibattito, con la consapevolezza e le informazioni necessarie in ordine ad una realtà aziendale e geopolitica di importanza strategica globale.

# CAPITOLO 1

## Il contesto storico e politico dell'IPO di Saudi Aramco

### 1.1 Saudi Aramco: origini e profilo aziendale

Saudi Aramco (Saudi Arabian Oil Company) è la compagnia petrolifera nazionale dell'Arabia Saudita, nonché la più grande impresa integrata di petrolio e gas al mondo per produzione e riserve.<sup>1</sup> La storia di Saudi Aramco affonda le sue radici nei primi decenni del Novecento, un periodo in cui il mondo iniziava a intuire l'importanza strategica del petrolio. All'epoca, l'Arabia Saudita era ancora un territorio vasto e poco esplorato dal punto di vista energetico. Il punto svolta arrivò nel 1933, allorché il governo saudita firmò un accordo con la Standard Oil of California (Socal), con il quale consentiva alla compagnia statunitense di avviare una campagna di esplorazione il sottosuolo del paese per la ricerca di petrolio. Per la gestione di tale complessa operazione, Socal creò una filiale ad hoc, la California Arabian Standard Oil Company (CASOC).

La prima fase dei lavori fu contraddistinta da grandi incertezze e difficoltà, legate alle condizioni climatiche estreme nelle quali i tecnici, ingegneri e geologi erano chiamati ad operare, con temperature estreme che caratterizzavano un territorio sconosciuto e di vasta estensione. Gli sforzi sino ad allora compiuti vennero premiati nel 1938, allorché il Pozzo Dammam n.7 iniziò a eruttare petrolio. Tale evento segnò l'inizio di una nuova era per l'Arabia Saudita e per la compagnia, che in futuro sarebbe diventata Saudi Aramco. Le attività di estrazione partirono immediatamente e nel 1939 il paese, grazie al primo carico di prodotto spedito all'estero, si affacciò ufficialmente sul mercato petrolifero globale.

Gli eventi legati alla Seconda Guerra Mondiale, imposero un rallentamento della produzione legati all'instabilità globale di quella fase storica, ma nel dopoguerra, in un mutato scenario, Aramco riprese rapidamente a crescere. In particolare, nel 1944, CASOC cambiò nome in Arabian American Oil Company (Aramco), che rifletteva meglio la sua natura internazionale e l'interesse crescente delle compagnie petrolifere americane. Nel frattempo, il governo saudita, comprese la crescente importanza strategica del petrolio per il futuro economico del paese, tanto che nel 1950, il re saudita Abdulaziz negoziò con Aramco una nuova divisione dei profitti, stabilendo che i guadagni derivanti

---

<sup>1</sup> Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), *OPEC Member Countries*, 2025, [https://www.opec.org/opec\\_web/en/about\\_us/25.html](https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/25.html)

dall'estrazione del petrolio sarebbero stati equamente divisi tra la compagnia e il governo. Questa determinazione consentì al paese di assumere un maggiore controllo sulle proprie risorse naturali.

I successivi anni '50 e '60, si caratterizzarono per un aumento della produzione in modo esponenziale, al fine di soddisfare la crescente richiesta dei mercati. Nel 1958, Aramco superò, per la prima volta, la produzione di 1 milione di barili al giorno, risultato di particolare rilievo per l'epoca. Durante questo periodo furono costruite ed ampliate le infrastrutture fondamentali come oleodotti e raffinerie, che permisero ad Aramco di affermarsi come il più grande esportatore di petrolio al mondo.

I successivi anni '70 comportarono enormi cambiamenti, allorché la geopolitica del petrolio divenne un tema centrale. Nel corso della crisi petrolifera che si determinò nel 1973, il prezzo del greggio aumentò vertiginosamente e il governo saudita decise di prendere il controllo della sua risorsa più preziosa. Più nel dettaglio, nel 1973, il governo saudita acquisì il 25% di partecipazione in Aramco, quota che aumentò al 60% l'anno successivo. Questo processo si completerà nel 1980, quando l'Arabia Saudita rilevò il 100% delle attività della compagnia, trasformandola ufficialmente in una società di proprietà statale.

Nel 1988, alla luce dei processi che avevano caratterizzato i periodi precedenti ed al fine per riflettere la nuova proprietà e la trasformazione dell'azienda in un'entità nazionale, il nome cambiò definitivamente in Saudi Arabian Oil Company, o più semplicemente Saudi Aramco. Tale passaggio permise all'azienda di divenire l'elemento trainante dell'economia saudita ed uno dei principali protagonisti dell'industria petrolifera globale. Parallelamente, Aramco decise di investire nella creazione della Master Gas System, una delle reti di gas naturale più grandi del mondo, che consentì anche il contestuale sfruttamento del gas associato all'estrazione del petrolio, cosa che portò all'ottimizzazione della produzione e ad una riduzione degli sprechi.

I successivi anni '90 segnarono un altro capitolo fondamentale per Aramco, che iniziò a espandere le sue attività oltre i confini sauditi, grazie ad accordi di partnership e joint venture con aziende di tutto il mondo. Nel 1989, Aramco avviò la sua prima joint venture negli Stati Uniti, mentre nel 1991 le sue operazioni interessarono anche l'Asia, con l'ingresso nel mercato della Corea del Sud.

Nel 2009, Aramco debuttò nel settore petrochimico, con l'inaugurazione di Petro Rabigh, la sua prima raffineria integrata con un impianto chimico. Negli anni successivi, l'azienda continuò nel processo di diversificazione, che portò all'acquisizione di numerose partecipazioni in raffinerie e impianti di trasformazione del petrolio in tutto il mondo. Uno dei momenti più importanti di tale

periodo fu nel 2017, anno in cui Aramco acquisì il pieno controllo di Motiva, il più grande impianto di raffinazione del Nord America, operazione che permise di consolidare la sua presenza nel mercato statunitense.

Il 2019 fu un anno epocale per Saudi Aramco, allorchè la compagnia, per la prima volta nella sua storia, decise di quotarsi in borsa con una IPO da record, raccogliendo 29,4 miliardi di dollari, ponendo in essere la più grande offerta pubblica iniziale mai realizzata fino a quel momento. L'operazione ebbe un forte valore strategico, che consentì di finanziare i piani di diversificazione economica dell'Arabia Saudita, nell'ambito della Vision 2030, progetto governativo per ridurre la dipendenza dal petrolio e sviluppare nuovi ed alternativi settori industriali. Negli ultimi anni, Aramco ha continuato a espandere le sue attività, orientate in maniera sempre più verso la sostenibilità e la transizione energetica. In tale ambito, la compagnia ha investito in energie rinnovabili, idrogeno a basse emissioni, cattura del carbonio e produzione di carburanti sintetici, scelte che hanno consentito di posizionarsi come leader globale nella transizione energetica.

Nel 2023, Aramco ha raggiunto una produzione di 12,8 milioni di barili di petrolio equivalente al giorno, continuando a generare profitti da record, conseguendo un utile netto di 121 miliardi di dollari. La compagnia ha anche annunciato investimenti in gas naturale liquefatto (GNL), rafforzando con tale scelta il suo ruolo nel mercato globale dell'energia.

### **1.1.1 Posizione dominante nel mercato globale del petrolio**

Saudi Aramco è il maggior produttore mondiale di petrolio greggio e detiene una quota di mercato senza pari tra le singole compagnie. Con una produzione che oscilla mediamente intorno ai 10 milioni di barili al giorno (bbl/g), equivalenti a circa il 10% della produzione petrolifera mondiale, Aramco supera ampiamente qualsiasi altra impresa del settore.<sup>2</sup> Basti pensare che la ExxonMobil, la più grande delle compagnie petrolifere internazionali private, produce circa 2–3 milioni bbl/g di idrocarburi liquidi (dato 2023), pari a meno di un terzo del volume saudita, mentre le altre major (Shell, BP, Chevron, Total Energies, Eni) si attestano su valori ancora inferiori. Anche in termini di riserve provate di idrocarburi, il vantaggio competitivo di Aramco è enorme, dal momento che la compagnia dichiara circa 258,8 miliardi di barili equivalenti di riserve oil & gas, valore *superiore alla somma* delle riserve di ExxonMobil, Chevron, TotalEnergies, Shell, BP ed Eni

---

<sup>2</sup> OPEC, "Proven Crude Oil Reserves," 2025

messe insieme<sup>3</sup>. La *Tabella 1* sotto richiamata, illustra un confronto delle riserve provate tra Aramco e alcuni competitor chiave. Si nota come le riserve di Aramco superino di oltre 10 volte quelle della prima major privata (ExxonMobil), distanziando nettamente tutte le altre. Tale dotazione garantisce alla società saudita una longevità produttiva e un peso strategico ineguagliabili nel lungo periodo.

*Tabella 1: Riserve provate di petrolio e gas dei principali gruppi petroliferi (dati 2022 - miliardi di barili equivalenti)*

<b>Compagnia</b>	<b>Riserve provate (boe)</b>
<b>Saudi Aramco</b>	258,8
<b>ExxonMobil</b>	17,7
<b>Chevron</b>	11,2
<b>TotalEnergies</b>	10,2
<b>Shell</b>	9,6
<b>BP</b>	7,2
<b>Eni</b>	6,6

Nelle riserve totali di Saudi Aramco (258,8 miliardi di boe) sono compresi sia il petrolio sia il gas naturale; la cifra è tratta dei report annuali 2022 (Statista/EIA).

Oltre alle riserve, Aramco vanta anche i più alti livelli di produzione quotidiana tra le compagnie petrolifere mondiali. In condizioni operative normali, la sua produzione di greggio è stata spesso mantenuta sopra i 10 milioni bbl/g (con picchi storici prossimi a 11–12 milioni in giornate di massima erogazione). Per confronto, nessuna major “supermajor” occidentale supera i ~3 milioni bbl/g di produzione liquidi. Questo ruolo primario rende Aramco soggetto fondamentale nell’equilibrio tra domanda e offerta petrolifera globale. Dal punto di vista del fatturato e utili, la società saudita risulta regolarmente ai vertici del proprio settore. Nel 2022 ha registrato un utile netto record di 161 miliardi di \$, il più alto mai ottenuto da una società, riflettendo la redditività eccezionale derivante dai suoi bassissimi costi di estrazione e dall’elevato volume di vendite.

<sup>3</sup>Argaam. “Saudi Aramco’s Oil and Gas Reserves Surpass Those of ExxonMobil, Chevron, Shell, BP and Eni Combined.” *Argaam.com*, March 14, 2024. <https://www.argaam.com/en/article/articledetail/id/1736948>

## 1.1.2 Strategie di pricing e influenza sui prezzi del petrolio

Grazie alla sua posizione dominante, Saudi Aramco esercita una notevole influenza sulla formazione dei prezzi petroliferi internazionali. La compagnia adotta un sistema di prezzi ufficiali di vendita (OSP, *Official Selling Prices*) che aggiorna mensilmente per le diverse aree di mercato, in particolare per i clienti in Asia, Europa e America.

Tali prezzi ufficiali fungono da benchmark regionale, dal momento che Aramco annuncia i nuovi OSP attorno al giorno 5 di ogni mese e questi valori determinano il trend di prezzo per altri grandi produttori del Golfo Persico (come Iran, Iraq, Kuwait), influenzando le quotazioni di circa 9 milioni di barili al giorno di esportazioni crude dirette in Asia.<sup>4</sup> In pratica, se Aramco aumenta o riduce il differenziale di prezzo del suo greggio Arab Light rispetto ai benchmark (Oman/Dubai per l'Asia, Brent per l'Europa, ASCI per gli USA), molti altri esportatori seguono l'esempio, con impatto immediato sulle quotazioni regionali.

Va evidenziato che l'Arabia Saudita (tramite Aramco) ha tradizionalmente svolto il ruolo di "swing producer", ossia di produttore di compensazione nei mercati OPEC, agendo come operatore in grado di aumentare o diminuire rapidamente la produzione per bilanciare il mercato. Ciò è reso possibile dalla significativa capacità produttiva inutilizzata, c.d. *spare capacity*, che Aramco mantiene disponibile. Per decenni l'Arabia Saudita ha detenuto l'unica vera *spare capacity* mondiale, fungendo da "cuscinetto" di sicurezza" per l'offerta globale in caso di shock o crisi<sup>5</sup>.

In tali circostanze, a seguito di crisi geopolitiche o cali produttivi improvvisi in altri paesi, Aramco può incrementare l'output attingendo alla capacità di riserva, calmierando così i prezzi. Questo ruolo si è visto in numerose occasioni: durante la Guerra del Golfo del 1990–1991, l'invasione dell'Iraq nel 2003 o il blocco delle esportazioni venezuelane a fine anni '90, la Saudi Aramco ha aumentato la produzione compensando le carenze altrui, prevenendo shock severi ai prezzi e all'economia mondiale.

Proprio per tale abilità di modulare l'offerta, gli analisti qualificano Aramco quale "price setter marginale" più influente sul mercato petrolifero<sup>6</sup>: le cui decisioni produttive tendono a determinare

---

<sup>4</sup> Arab News. "Saudi Aramco Announces Official Selling Prices for December." *Arab News*, December 5, 2023. <https://www.arabnews.com/node/2589209/business-economy>.

<sup>5</sup> Reuters. "Saudi Aramco Says It Will Cut Planned Maximum Capacity to 12 mln bpd." *Reuters*, January 30, 2024. <https://www.reuters.com/business/energy/saudi-aramco-says-it-will-cut-planned-maximum-capacity-12-mln-bpd-2024-01-30>.

<sup>6</sup> El-Erian, Mohamed A. "How Saudi Arabia Is Shaping the Oil Market." *Project Syndicate*, June 24, 2022. <https://www.project-syndicate.org/commentary/oil-market-saudi-arabia-swing-producer-role-by-mohamed-a-el-erian-2022-06>.

il prezzo al margine, stabilizzando o destabilizzando le quotazioni a seconda dell'indirizzo di politica energetica adottato di concerto con OPEC+. Un esempio recente è la strategia saudita del 2020, quando, in risposta a mancati accordi OPEC+ – Aramco incrementò rapidamente la produzione, offrendo sconti sul prezzo ufficiale, contribuendo, così, ad un drastico calo dei prezzi globali del greggio.

Al contrario, nel 2022–2023, di fronte a eccessi di offerta, Aramco ha aderito ai tagli coordinati OPEC+ e ridotto l'output (oltre 1 milione bbl/g in meno), favorendo un rialzo dei prezzi sopra 90 \$/barile<sup>7</sup>. In sintesi, attraverso la gestione calibrata dei propri volumi e prezzi di vendita, Aramco è in grado di influenzare direttamente gli equilibri del mercato petrolifero mondiale.

### **1.1.3 Relazioni geopolitiche e sicurezza energetica globale**

La rilevanza di Saudi Aramco trascende l'ambito strettamente economico per assumere un'importante valenza geopolitica e strategica. In quanto pilastro dell'economia saudita, Aramco è strettamente intrecciata con le politiche dello Stato saudita e con le sue alleanze internazionali, in primis con gli Stati Uniti e i principali paesi importatori di energia (Cina, Giappone, UE).

L'Arabia Saudita, principale azionista di Aramco, è consapevole che le proprie scelte produttive impattano direttamente sulla sicurezza energetica globale e ha spesso dichiarato il proprio impegno a garantire stabilità ai mercati. Come accennato, nei momenti di crisi internazionali il Regno saudita, tramite Aramco, è intervenuto per evitare interruzioni di forniture e calmierare i prezzi<sup>8</sup>, rafforzando la sua reputazione di fornitore affidabile di ultima istanza, nella considerazione ulteriore che pochissimi altri produttori dispongono di tale flessibilità nel compensare improvvisi deficit che si generano altrove.

Dal punto di vista geopolitico, Aramco è al centro delle relazioni tra Arabia Saudita e resto del mondo. La collaborazione storica con gli USA, basata sul tacito accordo “sicurezza in cambio di petrolio” originato sin dal 1945, ha garantito agli Stati Uniti e ai loro alleati occidentali un flusso costante di greggio saudita, contribuendo alla stabilità energetica delle economie industrializzate. D'altro canto, Aramco ha coltivato rapporti stretti anche con i maggiori clienti asiatici, come la Cina, divenuta il primo importatore del greggio saudita, la cui partnership energetica è considerata strategica.

---

<sup>7</sup> Reuters. “Saudi Aramco to Supply Full Oil Volumes to North Asia Refiners – Sources.” *Reuters*, September 11, 2023. <https://www.reuters.com/business/energy/saudi-aramco-supply-full-oil-volumes-nasia-refiners-sources-2023-09-11>.

<sup>8</sup> Royal Embassy of Saudi Arabia. “Oil.” *SaudiEmbassy.net*. Accessed April 23, 2025. <https://www.saudiembassy.net/oil>

La posizione di Aramco all'interno di OPEC e OPEC+ è un ulteriore elemento di rilievo geopolitico, in quanto l'Arabia Saudita è il membro di gran lunga più influente del cartello, e orienta, in coordinamento con gli altri membri OPEC e con la Russia nell'ambito di OPEC+, le politiche collettive di produzione. Le sue decisioni possono, pertanto, incidere sulle relazioni con altri paesi produttori, quali, ad esempio tensioni o alleanze con Russia, Iran, Emirati, etc., all'interno di OPEC+.

Infine, la centralità di Aramco nella sicurezza energetica globale è emersa con evidenza in eventi come l'attacco terroristico del settembre 2019 agli impianti di Abqaiq e Khurais. In quell'occasione, un attacco con droni dimezzò temporaneamente la produzione saudita, provocando un immediato aumento del 15% dei prezzi globali. Tuttavia, Aramco riuscì a ripristinare la produzione in pochi giorni, dimostrando una resilienza operativa notevole e rassicurando i mercati sulla continuità delle forniture. Questo episodio ha confermato che la protezione delle infrastrutture Aramco è di interesse mondiale, in quanto la stabilità dell'offerta petrolifera internazionale dipende in larga misura dalla sicurezza degli impianti sauditi.

Per tale ragione, l'Arabia Saudita ed i suoi partner internazionali investono molto nella difesa fisica ed informatica di tali asset strategici. In sintesi, la posizione dominante di Saudi Aramco nel mercato globale del petrolio, che si manifesta attraverso una quota produttiva senza eguali tra le singole compagnie, un controllo di riserve colossale, un'influenza diretta sui prezzi tramite politiche di output e pricing ed un ruolo geopolitico chiave come garante della stabilità energetica, la rendono quale attore imprescindibile sia nelle dinamiche industriali petrolifere che negli equilibri economico-politici internazionali.

#### **1.1.4 Risorse di Saudi Aramco: capacità, riserve e infrastrutture**

Saudi Aramco gestisce un sistema produttivo di scala eccezionale, con capacità di estrazione di greggio che nel 2023 è stimata attorno a 12 milioni di barili al giorno (bbl/g) come livello sostenibile massimo. Questa capacità produttiva, la più alta per una singola compagnia, è frutto di continui investimenti in espansione e mantenimento dei giacimenti. Nel 2020 Aramco aveva annunciato piani per aumentare ulteriormente la capacità a 13 mln bbl/g entro il 2027, tramite lo sviluppo di nuovi pozzi e progetti, anche se tali piani sono stati recentemente rivisti dal governo saudita, stabilizzando l'obiettivo a 12 mln bbl/g.<sup>9</sup> Attualmente, la produzione reale di Aramco viene modulata in funzione delle condizioni di mercato e degli accordi OPEC+.

---

<sup>9</sup> Reuters, "Aramco Cuts Planned Capacity," 2024

A titolo di esempio, si evidenzia che nel 2022 la produzione media di greggio saudita è stata di circa 10,4 mln bbl/g, salita poi a 11 mln nei primi mesi 2023, per poi essere ridotta a circa 9,5 mln bbl/g nella seconda metà 2023 a seguito dei tagli volontari sauditi per sostenere i prezzi<sup>10</sup>. Questa flessibilità nel variare l'output di circa  $\pm 2-3$  milioni di barili giornalieri attorno alla capacità massima costituisce una caratteristica distintiva della società. Dal punto di vista tecnologico, Aramco impiega avanzate soluzioni ingegneristiche per ottimizzare la resa dei suoi giacimenti e prolungarne la vita produttiva.

La compagnia è all'avanguardia nell'applicazione di tecniche di Enhanced Oil Recovery (EOR) e gestione avanzata dei giacimenti: utilizza iniezioni di acqua, polimeri e gas per mantenere la pressione nei reservoir giganti come Ghawar, riuscendo a tenere alti i tassi di recupero. Inoltre, Aramco ha intrapreso una profonda trasformazione digitale dell'upstream: ha creato centri di innovazione (Upstream Innovation Center) e adottato strumenti di intelligenza artificiale, big data e sensoristica IoT per monitorare in tempo reale i pozzi e prevedere l'andamento dei giacimenti<sup>11</sup>. Tali tecnologie consentono di aumentare i tassi di scoperta e recupero di idrocarburi, migliorare l'efficienza operativa e ridurre i costi unitari. Ad esempio, l'analisi avanzata dei dati sismici e di produzione aiuta a individuare sacche residuali di petrolio nei super-giacimenti maturi, mentre i nuovi impianti di perforazione sono dotati di sistemi automatizzati che incrementano la sicurezza e la velocità delle operazioni.

Aramco investe anche in ricerca per lo sviluppo di tecnologie non convenzionali, come la produzione da scisti bituminosi e il tight gas nel vasto giacimento non convenzionale di Jafurah. Questi sforzi tecnologici permettono all'azienda di mantenere la leadership produttiva e di restare competitiva anche in scenari di transizione energetica, grazie a costi estrattivi tra i più bassi al mondo, che si stima essere inferiori ai \$10 per barile per molti giacimenti sauditi.

La base di riserve provate di Saudi Aramco è la più grande a livello aziendale globale. Secondo i dati ufficiali certificati, a fine 2022 Aramco disponeva di circa 260–268 miliardi di barili di petrolio greggio provati<sup>12</sup>, pari, approssimativamente, al 17% delle riserve mondiali di petrolio e a circa il

---

<sup>10</sup> U.S. Energy Information Administration (EIA). "Saudi Arabia - Country Analysis." *EIA.gov*. [https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries\\_long/saudi\\_arabia/](https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries_long/saudi_arabia/)

<sup>11</sup> *World Oil Magazine*. "Aramco's Upstream Digital Transformation Helps Illuminate the Path Toward Excellence." *WorldOil.com*, June 2024. <https://www.worldoil.com/magazine/2024/june-2024/features/aramco-s-upstream-digital-transformation-helps-illuminate-the-path-toward-excellence/>

<sup>12</sup> Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). "OPEC Share of World Crude Oil Reserves." *OPEC.org*. <https://www.opec.org>

22% di quelle dell'OPEC<sup>13</sup>. Questa dotazione colloca l'Arabia Saudita al 2° posto mondiale per riserve petrolifere, dietro solamente al Venezuela, che possiede riserve stimate in circa 303 miliardi di barili, peraltro in gran parte heavy oil non facilmente estraibile. In altri termini, quasi un barile su cinque di petrolio noto al mondo si trova nei giacimenti gestiti da Aramco, con riserve che garantiscono decenni di produzione futura: al ritmo attuale di circa 10 mln bbl/g, si stima che le riserve di greggio saudite avrebbero *life index* (vita utile) di oltre 70 anni.

Va sottolineato che le riserve di Aramco non sono solo abbondanti, ma anche di alta qualità e concentrazione. Gran parte del petrolio saudita è di medio-alta qualità (da Arabian Light a Extra Light) e relativamente facile da estrarre in giacimenti onshore e poco profondi. Inoltre, oltre il 50% delle riserve è concentrato in pochi super-giacimenti giganteschi, il che semplifica la produzione su larga scala. Ad esempio, il giacimento di Ghawar, il più grande campo petrolifero onshore del pianeta, da solo conteneva originariamente oltre 100 miliardi di barili in place e ancora oggi contribuisce, in modo rilevante, alle riserve e alla produzione saudita. Safaniya, il più grande giacimento offshore al mondo, è un altro asset chiave nelle riserve Aramco. La presenza di questi mega-campi ha permesso ad Aramco di sviluppare infrastrutture centralizzate efficienti e di ottenere economie di scala notevoli nell'upstream.

Oltre al petrolio, Aramco possiede anche ingenti riserve di gas naturale, pari a circa 9.65 trilioni di metri cubi di gas provato (2023), che pongono l'Arabia Saudita al 6° posto tra i paesi al mondo per riserve di gas naturale. Sebbene storicamente il focus sia stato sul petrolio, negli ultimi anni Aramco ha intensificato lo sfruttamento del gas, con progetti come Jafurah, il più grande giacimento non convenzionale saudita contenente oltre 200 Tcf di risorse, sia per uso interno, per sostenere la produzione elettrica e petrolchimica, sia per eventuale export futuro di GNL.

La componente gas aggiunge ulteriori prospettive di crescita e diversificazione alle risorse della compagnia. In conclusione, la quantità e qualità delle risorse possedute conferiscono a Saudi Aramco un vantaggio strutturale, che si concretizza nella possibilità di pianificare la produzione sul lunghissimo termine e sostenere politiche di espansione o restrizione dell'offerta con una base di risorse molto solida, che le altre major internazionali, con riserve spesso inferiori a 15–20 miliardi di barili, non possono eguagliare.

Per sfruttare al meglio le sue risorse, Saudi Aramco ha sviluppato nel tempo un sistema di infrastrutture petrolifere integrato e capillare, tra i più estesi al mondo. Si possono distinguere tre

---

<sup>13</sup> U.S. Energy Information Administration (EIA). "Saudi Arabia - Country Analysis." *EIA.gov*. [https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries\\_long/saudi\\_arabia/](https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries_long/saudi_arabia/)

categorie principali di infrastrutture: (a) gli impianti di produzione e trattamento a monte (upstream) situati sui giacimenti, (b) la rete di oleodotti e impianti di stoccaggio/trasporto interni, e (c) le infrastrutture di raffinazione e i terminal di esportazione (downstream).

Sul fronte upstream, Aramco gestisce oltre 100 giacimenti di petrolio e gas distribuiti principalmente nella Provincia Orientale saudita. Fra questi figurano alcuni impianti di produzione che, per dimensioni, sono tra i più estesi al mondo. Il già citato Ghawar Field (scoperto nel 1948) è lungo 250 km e ha fornito, da solo, in alcuni periodi, oltre 5 mln bbl/g ed è strutturato in centinaia di pozzi e decine di impianti di separazione gas-petrolio (Gas-Oil Separation Plants, GOSP) che processano il greggio estratto.

Un secondo importante complesso è quello di Shaybah, giacimento sviluppato negli anni '90 nel remoto deserto di Rub' al-Khali, che produce petrolio leggero ed è servito da un grande impianto centrale di processo e da infrastrutture logistiche (incluso un aeroporto e abitazioni per i lavoratori, vista la localizzazione estremamente isolata).<sup>14</sup> Oltre a Ghawar e Shaybah, Aramco opera altri super giacimenti quali Safaniya, offshore sul Golfo Persico, con piattaforme marine che estraggono greggio pesante, Khurais, onshore, sviluppato di recente con capacità oltre 1.2 mln bbl/g, Manifa, sviluppato con isole artificiali sul mare e diversi altri.

Su tutti questi campi, Aramco ha costruito infrastrutture dedicate, come oleodotti di raccolta, impianti di desolforazione e stabilizzazione del greggio, centrali di compressione del gas associato, e così via. La rete di collegamenti pipeline interni è di particolare rilievo, in quanto Aramco gestisce il Master Gas System, la più grande rete al mondo di gasdotti integrati, che convoglia il gas associato dai giacimenti verso impianti di lavorazione e utilizzo domestico. Per il greggio, il sistema cardine è l'oleodotto East–West (anche noto come Petroline) lungo circa 1200 km che collega i giacimenti orientali con la costa del Mar Rosso, attraverso il quale il petrolio può essere trasportato fino ai terminal occidentali (Yanbu), evitando il passaggio dallo Stretto di Hormuz, nel Mar Arabico, che divide la penisola arabica dall'Iran. L'East–West pipeline ha capacità di diversi milioni di barili al giorno ed è un elemento strategico che offre all'Arabia Saudita flessibilità logistica e sicurezza in caso di potenziali chiusure dello stretto del Golfo.

Passando al downstream, Saudi Aramco possiede e gestisce una vasta capacità di raffinazione e di export. In patria, Aramco controlla 6 grandi raffinerie operative (spesso in joint-venture con partner internazionali) per una capacità totale di raffinazione di circa 3,3 milioni di barili al giorno.

---

<sup>14</sup> World-Energy. "Aramco Plans Major Investments in Oil and Gas Projects to Meet Global Demand." *World-Energy.org*, January 2, 2024. <https://www.world-energy.org/article/40825.html>

Tra queste, le più grandi sono la raffineria di Ras Tanura (550.000 bbl/g, la più antica e grande della Penisola Arabica), la Riyadh Refinery, la Rabigh (Petro Rabigh), le raffinerie di Yanbu sulla costa ovest (Yanbu Refinery e Yanbu Aramco Sinopec - YASREF) e la nuova raffineria Jazan, nel sud del paese, recentemente avviata, con circa 400.000 bbl/g, integrata con un impianto di gassificazione. A queste si aggiungono partecipazioni in impianti di raffinazione esteri, come Motiva (USA), S-Oil (Corea del Sud), Showa Shell (Giappone), e joint venture in Cina, che portano la capacità totale di raffinazione controllata da Aramco nel mondo a oltre 5 milioni bbl/g.

La strategia di Aramco è infatti quella di essere integrata a valle fino ai mercati finali, assicurandosi sbocchi per il greggio sotto forma di prodotti raffinati e chimici. Per quanto concerne i terminal petroliferi di esportazione, il fulcro è Ras Tanura, sulla costa del Golfo Persico. Ras Tanura è uno dei più grandi porti petroliferi del mondo, dal momento che dispone di numerosi moli offshore e boe di carico (SBM) capaci di consentire l' attracco di petroliere VLCC (Very Large Crude Carrier) da 300 mila tonnellate, ed è dotato di enormi serbatoi di stoccaggio a terra (ognuno da oltre un milione di barili).

Da solo, Ras Tanura è in grado di movimentare diversi milioni di barili al giorno di export. Sul Mar Rosso, il principale outlet è il porto di Yanbu, dove arrivano gli oleodotti East–West. Qui Aramco opera terminal di caricamento sia per il greggio, destinato soprattutto ai mercati europeo e nordamericano, sia per i prodotti raffinati delle raffinerie vicine.

Inoltre, Aramco ha terminal dedicati a prodotti petroliferi e GNL nei pressi di Jubail e Jazan. L'infrastruttura di stoccaggio è anch'essa imponente: oltre ai tank farms di Ras Tanura, con decine di serbatoi giganti, esistono depositi strategici nell'entroterra, quali ad esempio quello di Dhahran e presso le singole raffinerie, per regolare i flussi logistici e costituire riserve di emergenza.<sup>15</sup> In termini di progetti di espansione infrastrutturale, Aramco è impegnata sia a potenziare l'upstream, che a rafforzare l'integrazione downstream.

Sul versante estrattivo, oltre all'aumento di capacità produttiva in alcuni grandi campi, come quelli di Khurais e Zuluf, vi è un focus sulla produzione di gas, nell'ambito del progetto Jafurah (gas shale). Tale progetto è in fase di sviluppo con l'obiettivo di arrivare a fornire 2 Bcf/g di gas entro il 2030<sup>16</sup>, liberando ulteriore petrolio dall'uso per la generazione elettrica interna. In parallelo, Aramco investe nella petrochimica.

---

<sup>15</sup> PBS NewsHour. "Trump Claims Saudi Arabia Will Boost Oil Production." *PBS.org*, June 30, 2018. <https://www.pbs.org/newshour/world/trump-claims-saudi-arabia-will-boost-oil-production>

<sup>16</sup> U.S. Energy Information Administration (EIA). "Saudi Arabia - Country Analysis: Proved Reserves Announced by the Ministry of Energy." *EIA.gov*. Last modified January 2024. [https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries\\_long/saudi\\_arabia/](https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries_long/saudi_arabia/)

Con l'acquisizione del 70% di SABIC (il gigante chimico saudita) e la realizzazione di complessi integrati raffinazione-petrochimica (come SATORP a Jubail, in joint venture con TotalEnergies, e PETRORabigh con Sumitomo) la compagnia punta ad estrarre maggior valore dalla filiera degli idrocarburi e a preparare l'azienda ad operare in un futuro dove i combustibili fossili saranno richiesti più per i prodotti chimici che per l'energia. Sul fronte export, è in corso l'espansione del terminal di Zuluf e l'aggiunta di ulteriori SBM a Ras Tanura per aumentare la flessibilità di carico. In conclusione, risorse ed infrastrutture di Saudi Aramco costituiscono un ecosistema integrato, costituito da riserve enormi concentrate in super-giacimenti e sfruttate con tecnologie avanzate, da una capacità produttiva e di riserva uniche al mondo e da una rete di impianti, oleodotti e terminal che assicurano la movimentazione e l'export di volumi senza pari.

Tale combinazione di capacità estrattiva, resilienza infrastrutturale e controllo della filiera permette alla compagnia di svolgere in pieno il suo ruolo di colosso petrolifero globale e di supportare gli obiettivi strategici dell'Arabia Saudita nel panorama energetico internazionale.

## **1.2 La decisione politica ed economica di quotare Aramco**

La scelta di procedere alla storica offerta pubblica iniziale (IPO) di Saudi Aramco nel 2019 è maturata all'interno di un preciso contesto strategico, qual è il piano Vision 2030 dell'Arabia Saudita, e risponde a una molteplicità di motivazioni politiche, economiche, geopolitiche e finanziarie. In questo capitolo esamineremo in dettaglio tali motivazioni e le implicazioni interne della quotazione, nonché le controversie e le critiche che hanno accompagnato il progetto.

### **1.2.1 Vision 2030: la cornice strategica di riferimento**

L'IPO di Aramco va inquadrata anzitutto nel contesto di *Vision 2030*, il piano strategico lanciato nel 2016 dal principe ereditario Mohammed bin Salman per trasformare l'economia saudita e ridurre la dipendenza dal petrolio<sup>17</sup>. Vision 2030 fissa obiettivi ambiziosi di diversificazione economica e sviluppo del settore privato, con target specifici come l'aumento del contributo del settore non-oil al PIL e delle entrate non petrolifere dello Stato.

---

<sup>17</sup> Krane, Jim. "The Saudi Aramco IPO Breaks Records but Falls Short of Expectations." *Brookings Institution*, December 12, 2019. <https://www.brookings.edu/articles/the-saudi-aramco-ipo-breaks-records-but-falls-short-of-expectations/>

Un punto centrale è il potenziamento del fondo sovrano *Public Investment Fund* (PIF), che prevedeva di incrementarne gli asset da circa 600 miliardi di riyal sauditi a oltre 7 mila miliardi, pari ad oltre 2 mila miliardi di dollari<sup>18</sup>, trasformandolo nel più grande fondo sovrano al mondo e rendendolo motore di investimenti in nuovi settori dell'economia nazionale saudita. In quest'ottica, la parziale privatizzazione di Aramco è stata concepita come “pietra angolare” di Vision 2030, sia per il valore senza precedenti che poteva liberare, sia come segnale di svolta nelle politiche economiche del Regno.

Privatizzare anche solo una quota minoritaria di Aramco ha rappresentato un elemento di rottura rispetto al passato ed è stata descritta come la volontà di “infrangere un tabù” nelle politiche tradizionali. In effetti, prima di Vision 2030, l'idea di cedere al mercato parte della compagnia petrolifera nazionale era considerata impraticabile. Mohammed bin Salman, nel promuovere il piano, vi ha investito un notevole capitale politico personale, adottando un approccio nuovo, parlando apertamente della necessità di superare la “*dipendenza dall'olio*” da parte dell'Arabia Saudita, in netto contrasto con l'operato più cauto del suo predecessore re Abdullah.

Questa decisione si inserisce dunque in una più ampia strategia di Mohammed bin Salman volta a modernizzare l'immagine del Regno e concentrare il controllo della politica economica sotto una guida unificata, in considerazione che lo stesso principe ereditario presiede il Consiglio per gli Affari Economici e di Sviluppo. L'IPO di Aramco è risultata quindi cruciale per il conseguimento degli obiettivi di Vision 2030<sup>19</sup>, fornendo i mezzi finanziari e simbolici per avviare la transizione verso un'economia post-petroliera.

### **1.2.2 Motivazioni finanziarie: diversificazione, entrate e investimenti**

Dal punto di vista finanziario, la quotazione di Aramco mirava principalmente a diversificare le fonti di entrata pubblica e a rafforzare la posizione fiscale saudita, soprattutto dopo il duro impatto del crollo del prezzo del petrolio del 2014-2015. In seguito al calo del greggio, passato da oltre 100 \$/barile a meno di 30 \$ all'inizio 2016, l'Arabia Saudita registrò pesanti disavanzi di bilancio, stimati in circa 97 miliardi di dollari di deficit nel 2015, pari al 15% del PIL, e disavanzi ancora attorno al 13% del PIL nel 2016. Le riserve valutarie si ridussero di un terzo, passando da \$723 mld

---

<sup>18</sup> Kinninmont, Jane. *Vision 2030 and Saudi Arabia's Social Contract: Austerity and Transformation*. London: Chatham House, July 2017. <https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/publications/research/2017-07-20-vision-2030-saudi-kinninmont.pdf>

<sup>19</sup> Czarny, Filip. “The Saudi Aramco IPO Is a Game-Changer for the Saudi Economy.” *Brookings Institution*, December 17, 2019. Accessed April 23, 2025. <https://www.brookings.edu/articles/the-saudi-aramco-ipo-is-a-game-changer-for-the-saudi-economy/>

a \$545 mld tra la fine del 2014 e la fine del 2016<sup>20</sup>. La grave congiuntura evidenziò l'urgenza di reperire nuove risorse finanziarie e ridurre la dipendenza dalle entrate petrolifere. In risposta a tali necessità, Vision 2030 ha posto l'accento sul riequilibrio fiscale e la crescita delle entrate non-oil, attraverso misure come l'introduzione dell'IVA, la riduzione dei sussidi e la valorizzazione di asset statali. *“In primo luogo, diversificare le fonti di entrata del governo”* è indicato come un obiettivo chiave, da conseguire anche tramite la creazione di un fondo sovrano, alimentato dalla vendita di quote di Aramco<sup>21</sup>.

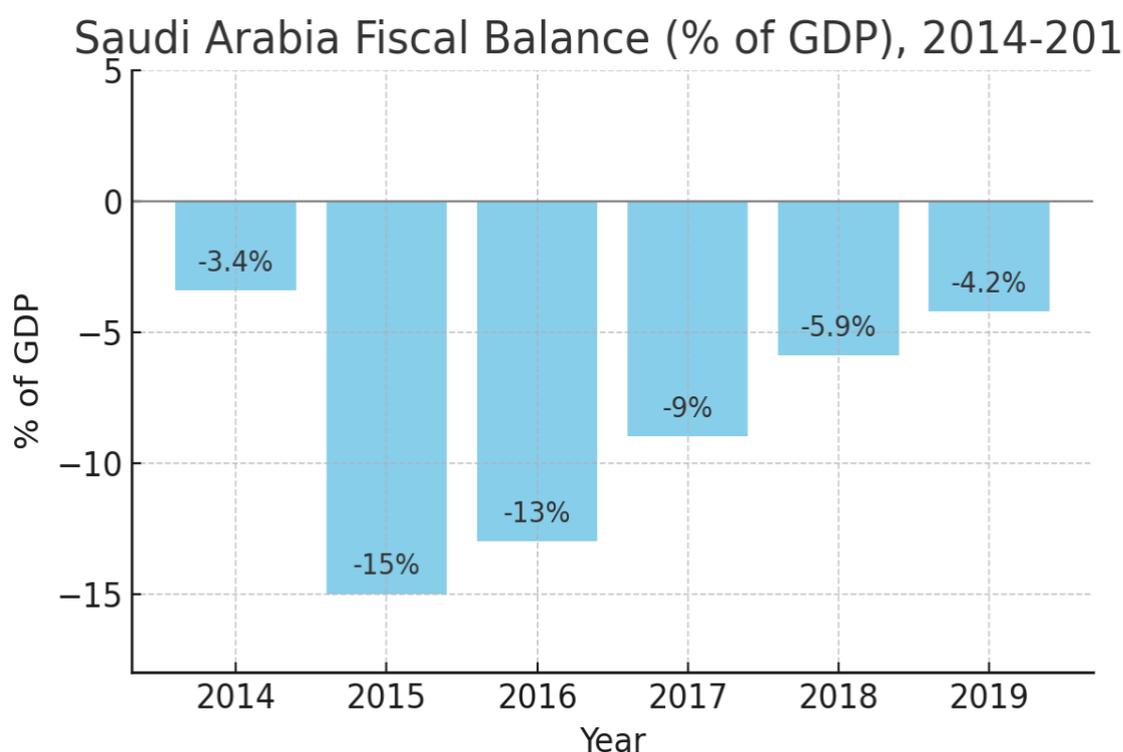


Figura 1: Saldo di bilancio governativo dell'Arabia Saudita (% del PIL), 2014-2019. Il forte deficit apertosi con il crollo petrolifero del 2015-2016 si è ridotto negli anni seguenti grazie a misure di austerità e parziale ripresa del greggio, ma rimane significativo. La prospettiva di nuovi ricavi dalla vendita di quote di Aramco rientra negli sforzi di consolidamento fiscale<sup>22</sup>.

La vendita sul mercato di una porzione del capitale di Aramco prometteva dunque entrate straordinarie ingenti per le casse pubbliche. Quando il principe Mohammed bin Salman annunciò

<sup>20</sup> Kinninmont, Jane. *Vision 2030 and Saudi Arabia's Social Contract: Austerity and Transformation*. London: Chatham House, July 2017, 5. Accessed April 23, 2025. <https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/publications/research/2017-07-20-vision-2030-saudi-kinninmont.pdf>

<sup>21</sup> Aramco's Diversification Strategy: Fueling Saudi Arabia's Vision 2030." *Arab Gulf States Institute in Washington (AGSIW)*, October 3, 2023. <https://agsiw.org/aramcos-diversification-strategy-fueling-saudi-arabias-vision-2030/>

<sup>22</sup> Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA) and International Monetary Fund (IMF). *Fiscal Balance Data – Saudi Arabia, 2014–2019*. <https://www.imf.org> and <https://www.sama.gov.sa>

per la prima volta l'IPO, nel gennaio 2016, ipotizzò di collocare circa il 5% della compagnia con l'obiettivo di raccogliere 100 miliardi di dollari, che avrebbe implicato una valutazione totale di Aramco di 2 mila miliardi di dollari. Tali risorse avrebbero avuto una destinazione strategica: da un lato, alimentare direttamente il PIF per finanziare investimenti in settori non petroliferi (industria manifatturiera, turismo, tecnologie, infrastrutture); dall'altro, contribuire a coprire i disavanzi di bilancio e ridurre il ricorso all'indebitamento pubblico.

In pratica, l'IPO veniva vista come un meccanismo in grado di trasformare una ricchezza "rinchiusa" nel petrolio in investimenti diversificati per il futuro del Paese, nel quale "il settore petrolifero, nel 2018"<sup>23</sup>, rappresentava ancora l'87% delle entrate di bilancio, il 90% delle esportazioni e il 45% del PIL, come hanno ricordato, nel 2019, Shivakumar e altri analisti, sottolineando la vulnerabilità di tale modello economico. Attraverso la parziale privatizzazione di Aramco, l'Arabia Saudita ha cercato di attirare capitali esteri e mobilitare investitori istituzionali globali, segnando un passo importante verso l'internazionalizzazione della propria economia.

Un ulteriore incentivo finanziario è legato al rafforzamento fiscale nel medio termine. Qui il governo saudita, pur cedendo una quota azionaria di Aramco, rimane il principale beneficiario dei dividendi della compagnia, grazie alla quota di maggioranza conservata. In concomitanza con l'IPO, Aramco ha adottato una generosa politica di dividendi, impegnandosi a distribuire 75 miliardi di dollari l'anno agli azionisti<sup>24</sup>, di cui la gran parte al Tesoro saudita.

Ciò ha permesso di ottenere risorse stabili e significative a favore dello Stato, diversificandone le entrate rispetto ai soli proventi fiscali sul petrolio. In preparazione della quotazione, inoltre, il governo aveva già ridotto la tassazione sugli utili di Aramco, passando dal 85% al 50% nel 2017, per allinearla agli standard internazionali, riforma che nel breve termine ha compresso le entrate pubbliche, ma che, nel contempo, ha aumentato l'appeal della società per gli investitori, con l'auspicio di compensi più che proporzionali in fase di IPO.

Dal punto di vista degli investimenti interni, le risorse raccolte con l'IPO sono destinate a essere reimpiegate nell'economia domestica attraverso il PIF. Come evidenziato da *Brookings* e altre fonti, l'intero ricavato dell'IPO confluisce nel PIF, che lo utilizzerà per potenziare investimenti sia in patria sia all'estero, operando in modo più simile ad un tradizionale fondo sovrano. All'uopo, subito dopo la quotazione, il governo ha trasferito al PIF anche la restante partecipazione, pari a circa 98%,

---

<sup>23</sup> Chicago Booth Review. "The Big Risks for Investors in the Aramco IPO." *Chicago Booth Review*, November 21, 2019. <https://www.chicagobooth.edu/review/big-risks-investors-aramco-ipo>

<sup>24</sup> Inkl. "Saudi Aramco Shares Jump 10% in Record IPO's First Day of Trading." *Inkl.com*, December 11, 2019. <https://www.inkl.com/news/saudi-aramco-shares-jump-10-in-record-ipo-s-first-day-of-trading>

in Aramco, trasformandolo nell'azionista diretto della compagnia<sup>25</sup>. Il *downgrading* patrimoniale dello Stato, che ha ceduto suoi asset al PIF, è compensato dal fatto che il PIF stesso è un'entità statale incaricata di finanziare i progetti di Vision 2030. Questo "giro contabile" riflette la volontà di creare un *portfolio* di investimenti che generino reddito e occupazione nei settori considerati chiave per il futuro (dalle tecnologie all'intrattenimento, dalle energie rinnovabili al settore minerario).

Si tratta, in sostanza, di convertire una parte della ricchezza petrolifera in capitale per lo sviluppo economico diversificato. In sintesi, le motivazioni finanziarie alla base della quotazione di Aramco includono diversi elementi di valutazione:

- diversificazione delle entrate pubbliche, in un contesto di volatilità petrolifera;
- attrazione di investimenti esteri e miglioramento della fiducia dei mercati verso l'Arabia Saudita;
- consolidamento fiscale, attraverso introiti straordinari e futuri flussi di dividendi;
- stimolo agli investimenti interni, tramite il potenziamento del fondo sovrano e il finanziamento dei programmi di Vision 2030;
- riduzione graduale del deficit, con minore necessità di emissione di debito pubblico.

Tutti questi elementi concorrono a spiegare perché l'IPO di Aramco sia stata considerata "un punto di svolta per l'economia saudita" ed un tassello fondamentale delle riforme economiche in atto.

### **1.2.3 Motivazioni politiche e geopolitiche: immagine, potere e soft power**

Oltre agli aspetti finanziari, la decisione di quotare Aramco ha avuto importanti motivazioni politiche e geopolitiche. Per l'Arabia Saudita, presentarsi sui mercati internazionali con la più grande IPO della storia ha rappresentato un'operazione di prestigio volta a rafforzare l'immagine del Regno sulla scena globale. Riyadh ha voluto lanciare un messaggio chiaro, secondo cui l'Arabia Saudita non è solo un gigante energetico tradizionale, ma è uno stato capace di iniziative finanziarie e riformatrici di portata mondiale, aperto ai capitali internazionali ed impegnato a modernizzare la propria economia. In tal senso, l'IPO di Aramco ha funzionato come strumento di nation branding e soft power economico, che ha catalizzato l'attenzione di investitori, media e governi di tutto il mondo, valorizzando la volontà saudita di essere riconosciuta non solo per le risorse petrolifere, ma anche per il suo peso nei mercati finanziari globali.

---

<sup>25</sup> Czarny, *The Saudi Aramco IPO*, Brookings.

Un obiettivo politico implicito, primo importante tassello del progetto, era quello di consolidare lo status dell'Arabia Saudita come potenza economica regionale e attore di primo piano nell'economia globale. Dotando la Borsa saudita (Tadawul) di una capitalizzazione enorme grazie all'inserimento di Aramco, il Regno aspira a fare di Riyadh un hub finanziario competitivo. In effetti, con la quotazione di Aramco la capitalizzazione del mercato saudita è aumentata di circa il 370%, rendendo Tadawul la settima piazza azionaria al mondo per valore, che ha consentito il sorpasso di mercati come Canada, Germania e India.<sup>26</sup>

Questo balzo ha permesso il rafforzamento del ruolo del Regno nei circuiti finanziari ed il suo inserimento negli indici internazionali (MSCI Emerging Markets), favorendo l'attrazione di futuri afflussi di capitali. Inoltre, l'operazione ha un significato geopolitico, in quanto paesi alleati o partner, dentro e fuori l'OPEC, sono stati invitati a partecipare come investitori strategici, fattore in grado di consolidare legami economici bilaterali.

Ad esempio, secondo notizie riportate, fondi sovrani amici (da Emirati, Kuwait, ma anche Russia, Cina) avrebbero manifestato interesse o sono stati sollecitati ad aderire all'offerta.<sup>27</sup> Coinvolgere investitori esteri di peso può servire come leva di soft power, creando interdipendenze economiche, dal momento che più attori globali detengono quote di Aramco, più essi avranno interesse nella stabilità e prosperità dell'Arabia Saudita.

Dal punto di vista geopolitico, la mossa del principe Mohammad bin Salman si inserisce nella competizione regionale per attrarre investimenti e diversificare le economie del Golfo. Emirati Arabi Uniti e Qatar da tempo promuovono le loro *Vision* nazionali e investono in immagine (si pensi a Expo 2020 Dubai, ai Mondiali di Qatar 2022).

Con Aramco quotato in borsa, l'Arabia Saudita ha cercato di superare tutti in termini di visibilità finanziaria, rivendicando la leadership economica nell'area MENA. Ciò contribuisce anche a rafforzare la posizione negoziale saudita a livello internazionale: un Regno percepito come economicamente riformatore e aperto può avere maggiore peso diplomatico e capacità di attrarre partnership industriali e tecnologiche dall'Occidente e dall'Oriente. Alcuni commentatori hanno notato che la riuscita dell'IPO sarebbe stata un elemento di legittimazione della leadership di Mohammad bin Salman sulla scena mondiale, soprattutto dopo episodi che avevano macchiato

---

<sup>26</sup> Inkl, "Saudi Aramco Shares Jump," December 11, 2019.

<sup>27</sup> Mork, Jared. "Understanding the Saudi Aramco IPO." *The Washington Institute for Near East Policy*, December 13, 2019. <https://www.washingtoninstitute.org/policy-analysis/understanding-saudi-aramco-ipo>

l'immagine del Paese (come il caso Khashoggi nel 2018)<sup>28</sup>. In questo senso, l'operazione Aramco ha avuto anche lo scopo di modificare la narrativa internazionale sull'Arabia Saudita, enfatizzando progresso economico e opportunità di business, a fronte delle critiche sui diritti umani o sul coinvolgimento in conflitti regionali.

Da un punto di vista interno, la dimensione politica della quotazione riguarda la legittimazione del nuovo corso di Mohammad bin Salman all'interno del Regno. Presentandosi come l'artefice della storica IPO, il principe ha consolidato la propria immagine di riformatore audace e di leader capace di decisioni "visionarie" in campo economico. Alcuni analisti interpretano l'IPO anche come parte di una "partita di potere" interna: concentrando nel PIF, controllato da Mohammad bin Salman, enormi risorse finanziarie provenienti da Aramco, il principe ereditario rafforza la propria presa sui meccanismi di allocazione del capitale nel Paese.

A tal proposito, Stephan Roll, nel 2019, ha valutato come l'IPO di Aramco sia un passo verso l'espansione del PIF quale "*bilancio parallelo*" sotto il controllo diretto del monarca saudita<sup>29</sup>, affrancando in parte la spesa per investimenti dalle procedure del bilancio statale tradizionale. Questo accentra le leve economiche nelle mani della nuova leadership, riducendo potenziali contrappesi di altri rami della famiglia reale o tecnocrazia. In sostanza, la quotazione, pur giustificata da ragioni economiche, ha anche consolidato il potere decisionale centralizzato della Corona sulle strategie economiche di lungo termine.

Infine, va considerato l'aspetto del soft power energetico. Aramco, quotandosi, ha dovuto aumentare leggermente i propri standard di trasparenza e comunicazione verso il pubblico, entrando nei portafogli di investitori privati di diverse nazionalità. Questo può tradursi in una maggiore influenza "soffice" saudita: ad esempio, investitori e banche occidentali coinvolti nell'IPO potrebbero sviluppare un approccio più accomodante verso Riyadh, avendo interesse nel successo della compagnia.

Allo stesso modo, l'IPO ha messo in evidenza, con numeri e dati pubblici, la centralità globale di Aramco nei mercati dell'energia, rafforzando l'argomento saudita secondo cui la stabilità dell'Arabia Saudita è cruciale per l'economia mondiale. In un'epoca di transizione energetica, Riyadh

---

<sup>28</sup> Il 2 ottobre 2018, Jamal Ahmad Khashoggi entrò nel consolato dell'Arabia Saudita a Istanbul per ottenere documenti relativi al suo matrimonio; non lasciò mai l'edificio e fu successivamente dichiarato persona scomparsa. Anonime fonti della polizia turca hanno affermato che sia stato ucciso e squartato all'interno del consolato. [https://it.wikipedia.org/wiki/Jamal\\_Khashoggi](https://it.wikipedia.org/wiki/Jamal_Khashoggi)

<sup>29</sup>Hertog, Steffen. "Aramco's IPO and Bin Salman's Fiscal Takeover." *Carnegie Endowment for International Peace – Sada*, December 18, 2019. <https://carnegieendowment.org/sada/2019/12/aramcos-ipo-and-bin-salmans-fiscal-takeover?lang=en>

può utilizzare Aramco quotata anche come piattaforma per dialogare su temi di investimenti in energie pulite, partnership internazionali nel downstream, ecc., proiettando l'immagine di un attore energetico, ma responsabile e al passo coi tempi. In definitiva, le motivazioni politiche e geopolitiche della quotazione si riassumono nel desiderio saudita di prestigio, influenza e leadership, economica e d'immagine, a livello regionale e globale, in parallelo al processo di trasformazione interna del Paese.

#### **1.2.4 Implicazioni interne: mercati di capitale, governance e riforme**

La decisione di quotare Aramco ha portato con sé importanti implicazioni sul piano interno, che erano parte delle motivazioni strategiche del progetto. Un primo impatto positivo atteso era la promozione dei mercati di capitali locali. L'Arabia Saudita, pur avendo la maggiore economia araba, fino al 2019 disponeva di una borsa relativamente poco liquida e di dimensioni modeste rispetto ai mercati sviluppati.

L'IPO di Aramco ha cambiato drasticamente questo scenario: con una capitalizzazione iniziale di circa \$1,7–1,9 miliardi, la compagnia da sola ha reso Tadawul uno dei mercati azionari più grandi al mondo, con le conseguenze di una aumentata l'attrattività di *Riyadh* come piazza finanziaria, migliora la liquidità e profondità del mercato domestico e la creazione di opportunità per *cross-listings* o per attirare capitali stranieri nel listino saudita.

Inoltre, l'inclusione di Aramco negli indici globali (MSCI, FTSE) costringe fondi internazionali *passive* a investire in Arabia Saudita, portando, così, un afflusso di capitali. Tali risultati sono ciò che è in linea con la Vision 2030, che tra i suoi obiettivi dichiarava quello di “*aumentare la partecipazione del settore privato e degli investitori nei mercati finanziari locali*” e di “*privatizzare alcuni asset statali*”<sup>30</sup>.

Aramco è diventata il simbolo e il traino di questo processo, in quanto, dopo la sua IPO, il governo ha annunciato piani per quotare altre imprese pubbliche (dalle utilities all'aeroporto), segno che l'operazione Aramco intendeva aprire la strada a un più vasto programma di privatizzazioni e liberalizzazione economica. Un'altra implicazione di rilevante portata riguarda la modernizzazione della governance societaria e della trasparenza in Arabia Saudita. Aramco, in quanto società privata statale, storicamente operava con scarsa trasparenza verso l'esterno, dato che i suoi conti economici, le riserve petrolifere e le strategie erano informazioni gelosamente custodite

---

<sup>30</sup> KPMG. *Kingdom of Saudi Arabia: Budget Report 2018*, 13. KPMG Saudi Arabia, 2018. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/sa/pdf/2018/kingdom-of-saudi-arabia-budget-report.pdf>

dal governo. L'IPO ha imposto un cambio di passo, dal momento che, per attirare investitori, Aramco ha dovuto pubblicare un prospetto informativo di quasi 600 pagine, rivelando per la prima volta dati su ricavi, utili (nel 2018 Aramco ha mostrato utili netti per \$111 miliardi, risultando l'azienda più redditizia al mondo e riserve di circa 260 miliardi di barili, pari al 15% delle riserve globali private). Inoltre, sono stati ingaggiati revisori terzi per certificare le riserve e la società si è adeguata agli standard contabili internazionali.

Questo processo di apertura dei libri contabili è stato un segnale forte di cambiamento nella cultura aziendale saudita, con potenziali effetti a catena su altre imprese: l'idea è che Aramco diventi un modello di riferimento (*benchmark*) per trasparenza e pratiche di governance nel paese. Permangono però limiti, in quanto, ad esempio, il principe Mohammad bin Salman ha chiarito che *“le decisioni su produzione e investimenti petroliferi resteranno in mano al governo saudita dopo l'IPO”*, e che Aramco continuerà a conformarsi alle politiche OPEC e agli imperativi geopolitici del Regno<sup>31</sup>. Ciò significa che, nonostante la presenza di azionisti privati, l'azienda rimane assoggettata agli obiettivi strategici dello Stato, una situazione peculiare che può scoraggiare alcuni investitori (come vedremo oltre nelle critiche all'operazione).

Tuttavia, dal punto di vista interno, la separazione, avviata contestualmente all'IPO, tra il Ministero dell'Energia e il management di Aramco, con la nomina di Yasir al-Rumayyan, già capo del PIF, a presidente della compagnia al posto del ministro Khalid al-Falih, è stata letta come un passo verso una governance più orientata al mercato e sensibile agli investitori. Tale modifica del vertice aziendale intendeva *“rassicurare gli investitori circa l'indipendenza di Aramco dal governo”* e allineare la governance della società a quella delle *majors* petrolifere quotate.

L'apertura di Aramco a investitori privati, inclusi i cittadini sauditi, ha portato anche implicazioni socio-economiche interne al paese. L'IPO è stata l'occasione per coinvolgere la popolazione nel mercato azionario, con milioni di sauditi che hanno sottoscritto azioni Aramco, molti anche accendendo prestiti agevolati concessi dalle banche locali<sup>32</sup>.

Questo ha diffuso una cultura dell'investimento finanziario in una società dove tradizionalmente le rendite provenivano dallo Stato, come impieghi pubblici e sussidi, più che dagli investimenti di capitale. Nel breve termine, ciò ha creato un sentimento di orgoglio e ha potenzialmente migliorato il rapporto cittadini-mercato. Nel lungo termine, se ben gestito, questo azionariato popolare può

---

<sup>31</sup> Czarny, *The Saudi Aramco IPO*, Brookings.

<sup>32</sup> Mork, *Understanding the Saudi Aramco IPO*

favorire una maggiore partecipazione del settore privato nell'economia e una minor dipendenza dei cittadini dal welfare statale, in linea con gli obiettivi di Vision 2030<sup>33</sup>.

Al contempo, l'ingresso di investitori privati, sia domestici che internazionali, nel capitale Aramco esercita una pressione per riformare il settore energetico nazionale in senso più efficiente. Gli azionisti minoritari chiederanno nel tempo maggiore efficienza operativa, redditività e forse investimenti in nuovi business (es. chimica, energie alternative) per sostenere il valore dell'azienda, oltre il petrolio. Questo potrebbe accelerare iniziative già in atto nella compagnia, come la strategia di espansione downstream (es. acquisizione di SABIC, investimenti in raffinazione e petrolchimica) e i primi progetti in ambito di energie rinnovabili o tecnologie per la riduzione delle emissioni.

Infine, l'IPO ha comportato un adeguamento normativo e infrastrutturale nei mercati finanziari sauditi, in quanto la Borsa Tadawul ha dovuto prepararsi a gestire una società di dimensioni colossali, implementando meccanismi di stabilizzazione, come ad esempio il *cap* del 15% sul peso di Aramco nell'indice domestico, con le autorità di vigilanza (CMA), che hanno rafforzato le normative sulla trasparenza societaria.

Si può dire che Aramco ha svolto il ruolo di volano per l'ammodernamento dell'intero ecosistema finanziario saudita, elevandone gli standard, nella considerazione che le implicazioni interne della quotazione, come la promozione del mercato dei capitali, il miglioramento della governance e trasparenza, il coinvolgimento dei privati e la spinta alle riforme settoriali, erano sia obiettivi intrinseci dell'operazione, sia effetti attesi funzionali alla trasformazione economica delineata da Vision 2030.

Nonostante le nobili intenzioni e i potenziali benefici, la decisione di quotare Aramco non è stata esente da controversie, dubbi e critiche, sia durante il suo iter preparatorio che dopo la sua realizzazione. Di seguito passiamo in rassegna le principali questioni critiche sollevate attorno all'IPO di Aramco, che hanno riguardato i ripetuti ritardi e incertezze nell'esecuzione, le perplessità sulla trasparenza e il *corporate governance*, le dispute sulla valutazione dell'azienda, nonché i timori legati a rischi geopolitici, di mercato e alla reale apertura verso gli investitori internazionali.

L'IPO di Aramco, annunciata con grande enfasi nel 2016, ha subito molteplici posticipazioni che hanno alimentato scetticismo nei confronti dell'operazione. Inizialmente prevista per il 2018, fu rimandata al 2019 e addirittura si vociferò di una sua cancellazione. Nell'agosto 2018 Reuters riportava che la vendita del 5% di Aramco, pari a \$100 mld, era stata rinviata a data da destinarsi.

---

<sup>33</sup> *Chicago Booth Review*, "Big Risks," 2019.

Il fatto che “*l’IPO, parte prominente dei piani di riforma, si fosse arenata*” fu attribuito a due ragioni principali, legate sia al fatto che Riyad non riusciva a ottenere la valutazione desiderata sul mercato, che alla preoccupazione circa le stringenti richieste di trasparenza che sarebbero derivate da una quotazione su piazze estere<sup>34</sup>. In effetti, le autorità saudite inizialmente puntavano a una doppia quotazione, una domestica ed una internazionale, ipotizzandosi Londra o New York.

Tuttavia, quotarsi all’estero implicava la sottoposizione di Aramco alle rigorose normative dei mercati occidentali, compresi gli obblighi di divulgazione finanziaria dettagliata, governance indipendente e possibili contenziosi legali. Questo avrebbe costretto la compagnia e di conseguenza il governo saudita, a un livello di apertura potenzialmente ritenuto inaccettabile.

Inoltre, un possibile listing a New York, avrebbe comportato il rischio di cause legali (ad esempio sulla base del Justice Against Sponsors of Terrorism Act, in relazione ai fatti dell’11 settembre 2001) che potevano mettere a repentaglio asset esteri di Aramco<sup>35</sup>. Alla luce di ciò, la strategia venne modificata e dopo vari rinvii, si optò per una quotazione solo domestica su Tadawul, avviata a dicembre 2019.

Questo percorso ridotto fu reso necessario da un confronto con la realtà dei fatti: come ammesso dallo stesso management, “*gli investitori internazionali stimavano Aramco tra \$1,1 e \$1,7 trilioni, ben al di sotto dei \$2 trilioni voluti dal Principe*”<sup>36</sup>, inducendo i sauditi a ripiegare su un’IPO ridimensionata e locale. In sintesi, i ritardi hanno posto in luce una certa improvvisazione e overshooting iniziale nelle ambizioni del progetto, minando in parte la credibilità del principe Mohammad bin Salman agli occhi di alcuni osservatori.

Tuttavia, alla fine il processo fu rimodulato con una serie di aggiustamenti funzionali al progetto, come il cambio al vertice di Aramco nel settembre 2019, già menzionato, e un intenso lavoro di marketing interno, che ne permisero l’avvio.

Sin dall’inizio, analisti e investitori hanno indicato la scarsa trasparenza di Aramco come uno dei nodi critici. Gross, nel 2017, notava come “*la natura segreta di Aramco*” e la riluttanza a “*sollevare il velo*” sulle sue operazioni potessero ostacolare l’IPO. Malgrado i passi in avanti fatti, come i bilanci certificati, prospetti, ecc., rimanevano dubbi, come ad esempio, la contabilità delle riserve, cuore del valore di una compagnia petrolifera, basato su dati forniti dallo stesso governo saudita e non completamente verificabili dall’esterno, nonché analogamente, l’allocazione interna dei costi e

---

<sup>34</sup> Reuters. “Saudi Reforms to Boost Growth Despite Any Aramco IPO Delay: IMF.” *Reuters.com*, August 24, 2018. <https://www.reuters.com/article/business/saudi-reforms-to-boost-growth-despite-any-aramco-ipo-delay-imf-idUSKCN1L91HL>

<sup>35</sup> Mork, *Understanding the Saudi Aramco IPO*

<sup>36</sup> Brookings, “The Saudi Aramco IPO Breaks Records but Falls Short of Expectations,” 2019.

l'integrazione con il bilancio statale (tasse, royalties, sussidi) che sollevavano interrogativi sulla reale redditività underlying di Aramco in assenza di privilegi statali.

Un altro punto critico era il mantenimento del controllo statale, dal momento che, come evidenziato, Aramco continuerà ad essere guidata da priorità politiche, quali stabilizzazione del mercato oil via OPEC, riserva di capacità produttiva per emergenze, politiche di prezzo interne, che *“una società privata focalizzata sul valore per gli azionisti difficilmente adotterebbe”*. Ciò configura un potenziale conflitto di interesse tra l'azionista di maggioranza (lo Stato) e i nuovi azionisti di minoranza, timorosi che i propri ritorni possano venire sacrificati all'altare di decisioni politiche. Casi analoghi in passato (es. Petrobras in Brasile, Rosneft in Russia) hanno mostrato che gli investitori applicano un *discount* valutativo alle società a controllo pubblico proprio per questi rischi politico-strategici.

Non a caso, molti investitori occidentali hanno esitato a partecipare all'IPO di Aramco, citando governance e trasparenza tra le ragioni principali di cautela. Alcuni grandi asset manager internazionali avrebbero deciso di non sottoscrivere azioni, preoccupati sia per gli scarsi diritti degli azionisti di minoranza nello statuto iniziale, sia per l'assenza di garanzie di indipendenza del board, dominato da nomine governative. In risposta a tali critiche, le autorità saudite hanno assicurato che Aramco manterrà una *“relazione regolata con il governo”* e una *“storia di operatività indipendente”*, inducendo, comunque negli osservatori la necessità di rimanere vigili sul reale comportamento della compagnia negli anni a venire.

### **1.2.5 Valutazione ed entità dell'IPO**

Uno dei dibattiti più accesi ha riguardato la valutazione ritenuta esagerata di Aramco, sostenuta dalle autorità saudite. Mohammad bin Salman fin dal 2016 fissò pubblicamente in \$2 *trillion* (2 mila miliardi di dollari) il valore a cui mirava per la compagnia. Questa cifra, se raggiunta, avrebbe fatto di Aramco di gran lunga la società con maggior capitalizzazione al mondo, superando colossi come Apple, Microsoft, etc.. Tuttavia, fin da subito molti analisti ritennero tale stima poco realistica, alla luce di parametri come i multipli applicati ad altre oil major e tenendo conto dei rischi peculiari di Aramco. Studi indipendenti collocavano una valutazione ragionevole in un range tra \$1,1 e 1,5 trilioni.

La pretesa saudita di puntare comunque a \$2 Trilioni portò in effetti a ridimensionare la quota offerta, che dal 5%, fu ridotta al 1,5% di Aramco, cosicché anche con una valorizzazione unitaria un po' elevata (\$1,7 Tln) si potesse parlare di quasi \$26 miliardi raccolti, abbastanza per segnare il record di IPO più grande al mondo, senza dover scontare troppo il valore per piazzare tutti i titoli.

Tale strategia ha avuto successo nel breve periodo, poichè l'IPO è stata sottoscritta e il primo giorno di scambi il titolo è salito del +10%, portando la capitalizzazione attorno \$1,88 Tln, mentre nei giorni seguenti Aramco ha toccato brevemente i \$2 Tln di valore, soddisfacendo l'obiettivo simbolico saudita. Ciò non toglie che la forzatura valutativa sia stata criticata dagli esperti, con la maggior parte degli investitori stranieri, infatti, si è tenuta lontana dall'IPO giudicando il prezzo troppo alto rispetto ai fondamentali e ai rischi. Come riportato da *Bloomberg*, Aramco ha dovuto "fare affidamento principalmente su investitori domestici e regionali, dato l'interesse inferiore al previsto dall'estero", dove molti erano "*scettici sulle finanze della compagnia e sulla sua valutazione massiccia*".<sup>37</sup>

In pratica, banche saudite e del Golfo, grandi famiglie locali e il pubblico saudita hanno coperto gran parte della domanda, mentre i grandi fondi internazionali sono entrati in misura marginale. Questa dinamica ha suscitato la critica che l'IPO sia stata più un evento di orgoglio nazionale sostenuto "in casa", che una reale apertura di mercato a flussi di capitali indipendenti. Inoltre, la ridotta dimensione del *floating*, pari solo all'1,5% del flottante, ha fatto sì che la liquidità del titolo fosse limitata e il prezzo facilmente influenzabile da pochi attori, mantenendolo artificiosamente alto.

Alcuni analisti hanno sottolineato che una valutazione elevata ottenuta in tali circostanze potrebbe non reggere qualora Aramco in futuro decidesse di collocare nuove tranches sul mercato internazionale, a meno di offrire condizioni di maggiore interesse e favore.

Un altro gruppo di critiche ha riguardato i rischi intrinseci dell'investimento in Aramco nel contesto attuale. In primo luogo, il rischio geopolitico regionale, legato all'allocazione degli impianti e alle infrastrutture di Aramco, in Arabia Saudita, ove sono esposti a possibili conflitti e tensioni nell'area del Golfo. Ciò è stato drammaticamente evidenziato dagli attacchi con droni/missili del settembre 2019 contro gli stabilimenti di Abqaiq e Khurais, che dimezzarono temporaneamente la produzione saudita.

Tali eventi, consumati proprio durante la fase preparatoria dell'IPO, hanno acuito la percezione del rischio tra gli investitori, portando la compagnia a dover rassicurare circa la resilienza delle operazioni, pur nella considerazione che installazioni chiave risultano vulnerabili ad attacchi di potenze ostili o milizie proxy (come evidenziato dai timori di attacchi iraniani). In secondo luogo, il rischio di mercato legato al prezzo del petrolio, in ragione del fatto che investire in Aramco significa scommettere sulla domanda globale di petrolio a lungo termine. Alcuni trend destano

---

<sup>37</sup> Bloomberg, "After Aramco's Record IPO, Barely Any of Its Stock Will Trade," 2019.

preoccupazione, dovuti in particolare all'avanzare della transizione energetica e delle politiche sul clima. Scenari elaborati da compagnie oil (Equinor, Shell) prevedono un picco e declino della domanda petrolifera già a partire dagli anni 2030.

Sebbene molti ritengano che l'ultimo barile di petrolio estratto sarà saudita, data la competitività di costo di Aramco, permane l'incertezza sul prezzo futuro del greggio e sulla velocità con cui le energie alternative eroderanno quote di mercato. I timori legati al cambiamento climatico hanno anche implicazioni sul comportamento degli investitori istituzionali, per cui diversi grandi fondi, soprattutto europei, hanno regole ESG che scoraggiano o vietano investimenti in società legate ai combustibili fossili. Tale tema ha probabilmente ridotto la platea di potenziali sottoscrittori per Aramco e potrebbe diventare ancor più rilevante in futuro, mettendo in dubbio la capacità di attrarre *long-term investors* globali a meno che la società non dimostri un impegno serio nella diversificazione energetica e nella sostenibilità, come vedremo oltre nella presente trattazione, nei capitoli successivi dedicati alla transizione energetica.

In aggiunta, c'è l'aspetto reputazionale, poichè investire in Aramco significa per molti versi investire in un Paese con questioni controverse sui diritti umani e coinvolto in conflitti (Yemen). Come notato da alcuni analisti, “*la compagnia è strettamente legata a uno Stato con un record sui diritti umani controverso*”<sup>38</sup>, il che aumenta l’“*additional baggage*” che gli investitori devono accettare. Questo ha spinto vari fondi etici ed alcuni investitori occidentali ad evitare la loro adesione all'IPO, quale reazione che indirettamente critica il progetto per ragioni extra-finanziarie.

Infine, va menzionata una critica secondo cui, sebbene l'IPO di Aramco abbia “battuto tutti i record”, alcuni commentatori l'hanno definita un successo a metà, “al di sotto delle aspettative”. Il fatto di aver raccolto \$25,6 miliardi, che di per sé costituisce un record mondiale, ma comunque lontano dai \$100 mld inizialmente prospettati e di non aver portato investitori globali in massa, è stato visto da costoro come un ridimensionamento dell'ambizione di Vision 2030.

Ad esempio, *Foreign Policy* ha titolato che la versione “mini” dell'IPO rischia di indebolire i grandi piani del principe Mohammad bin Salman, sostenendo che non riuscendo ad attirare investitori internazionali, questi potrebbe dover dire addio alla sua Vision 2030<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Bartha, Balint. “Saudi Aramco IPO: The Primary Reasons Behind It.” *ResearchGate*, February 2024. [https://www.researchgate.net/publication/389691979\\_Saudi\\_Aramco\\_IPO\\_The\\_primary\\_reasons\\_behind\\_it\\_BALINT\\_BARTHA](https://www.researchgate.net/publication/389691979_Saudi_Aramco_IPO_The_primary_reasons_behind_it_BALINT_BARTHA)

<sup>39</sup> El Gamal, Rania. “Saudi Aramco’s IPO Is More Than a Financial Event.” *Foreign Policy*, November 18, 2019. <https://foreignpolicy.com/2019/11/18/saudi-aramco-listing-mohammed-bin-salman-ipo-oil/>

Questa posizione evidenzia come l'IPO fosse pensata per essere un volano di riforme e investimenti e che rimanendo principalmente un ricollocamento di asset all'interno del sistema saudita, con risorse saudite che comprano asset sauditi, l'impatto trasformativo risulta limitato. Alcune criticità già evidenziate post-IPO includono l'uso dei proventi del PIF in investimenti dall'esito incerto (es. partecipazioni in Uber, Softbank Vision Fund, ecc., che non hanno dato risultati brillanti), il rischio di licenziamenti nelle aziende privatizzate contraddicendo l'obiettivo di creare occupazione<sup>40</sup> e in generale la sfida di tradurre la fortuna finanziaria di Aramco in benefici diffusi per l'economia saudita. Tali critiche saranno in gran parte oggetto di valutazione nei capitoli successivi della tesi, quando si analizzerà l'uso dei fondi raccolti e l'avanzamento dei programmi di diversificazione.

## 1.2.6 Considerazioni di sezione

La decisione di quotare Saudi Aramco è stata dunque frutto di un complesso bilanciamento tra esigenze economico-fiscali, obiettivi strategici di lungo termine e considerazioni di prestigio politico. Essa si inserisce come elemento chiave di Vision 2030, promettendo di fornire risorse e incentivi per la trasformazione dell'economia saudita. Al contempo, l'operazione ha richiesto compromessi e ha sollevato legittime domande circa la coerenza tra retorica riformista e prassi effettiva, in termini di apertura al mercato, governance e destinazione dei fondi. L'IPO di Aramco del 2019 rimane comunque un evento storico senza precedenti, per dimensioni e significato intrinseco, il cui successo *quantitativo* è stato evidente, ma il cui successo *qualitativo* nel promuovere un cambiamento strutturale dell'economia saudita potrà essere valutato solo negli anni a venire. In ogni caso, l'analisi delle motivazioni qui svolta evidenzia come la quotazione di Aramco sia stata concepita come molto più di una semplice operazione finanziaria, essendo al contempo strumento e simbolo della volontà saudita di reinventarsi di fronte alle sfide del XXI secolo.

## 1.3 L'IPO: un evento senza precedenti

### 1.3.1 Il processo di quotazione di Saudi Aramco

Il percorso verso la quotazione di Saudi Aramco è stato caratterizzato da una dimensione senza precedenti e da una complessa preparazione tecnico-finanziaria. Sin dal primo annuncio dell'IPO,

---

<sup>40</sup> Lacroix, Stéphane. "After the Aramco IPO, Saudi Arabia Hopes to Create an Investor-Friendly Economy." *Middle East Institute (MEI)*, December 5, 2019. <https://www.mei.edu/publications/after-aramco-ipo-saudi-arabia-hopes-create-investor-friendly-economy>

nel 2016, il principale nodo da sciogliere è stato quello della valutazione dell'azienda. Il principe Mohammad bin Salman auspicava inizialmente una valutazione di 2.000 miliardi di dollari (2 *trillion*) per collocare sul mercato circa il 5% del capitale e raccogliere 100 miliardi di dollari.<sup>41</sup> Tuttavia, le stime delle banche e degli analisti internazionali si attestavano su valori sensibilmente inferiori, oscillanti tra i 1.100 e 1.700 miliardi di dollari.

Questa divergenza ha portato a ripetuti rinvii dell'IPO e ad un ridimensionamento dell'operazione. Alla vigilia della quotazione, nell'autunno 2019, Aramco ha accettato una valutazione intorno a 1.700 miliardi di dollari, significativamente inferiore ai target iniziali, ma più in linea con le condizioni di mercato.<sup>42</sup> Ciò ha comunque reso Aramco la società con la capitalizzazione attesa più alta al mondo, superando compagnie come Apple e Microsoft, al momento dell'IPO. Definita la valutazione, Aramco ha predisposto la struttura dell'offerta insieme a un *syndicate* di banche globali. Il prospetto informativo indicativo, pubblicato il 10 novembre 2019, delineava la vendita di una quota del 1,5% del capitale sociale, attraverso un collocamento sul mercato locale saudita. In termini azionari, ciò corrispondeva a 3 miliardi di azioni ordinarie offerte dal venditore (il governo saudita), su un totale di 200 miliardi di azioni.

L'offerta era interamente costituita da azioni esistenti (vendita da parte dell'azionista Stato) e non da azioni di nuova emissione, configurandosi quindi come una privatizzazione parziale. Il prospetto, costituito da un documento enciclopedico di 658 pagine, è servito a fornire, per la prima volta, al pubblico internazionale dettagli approfonditi su Aramco, incluse informazioni finanziarie sino ad allora tenute riservate. Ad esempio, è emerso che Aramco aveva registrato 111 miliardi di dollari di utile netto nel 2018, facendone la compagnia più redditizia al mondo<sup>43</sup>. Il prospetto ha inoltre evidenziato le riserve petrolifere imponenti, pari a circa 250 miliardi di barili di riserve provate, costituenti il 15,7% delle riserve mondiali ed i costi di estrazione estremamente contenuti sostenuti da Aramco.

Sono stati elencati anche i principali fattori di rischio, che andavano dalle possibili evoluzioni sfavorevoli del mercato del greggio e della domanda energetica globale (es. transizione energetica e vincoli climatici), ai rischi geopolitici e di sicurezza, come gli attacchi agli impianti sauditi subiti

---

<sup>41</sup> Krane, Jim. "The Aramco IPO Isn't Quite Enough to Realize MBS's Diversification Ambitions." *Atlantic Council – EnergySource Blog*, December 12, 2019. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/energysource/the-aramco-ipo-isnt-quite-enough-to-realize-mbss-diversification-ambitions/>

<sup>42</sup> FirstOnline. "Aramco and Not Only: The 10 Largest IPOs Ever (There's Also an Italian One)." *FirstOnline.info*, December 2019. <https://www.firstonline.info/en/aramco-and-not-only-the-10-largest-hypos-ever-ce-unitaliana/>

<sup>43</sup> Friedman, Dan. "What's in Saudi Aramco's IPO Prospectus." *Axios*, November 9, 2019. Accessed April 23, 2025. <https://www.axios.com/2019/11/09/aramco-ipo-prospectus-investor>

nell'autunno 2019, fino alla persistenza di un controllo statale dominante post-IPO. Un elemento chiave per attirare gli investitori, dato il ruolo preponderante dello Stato, è stata la politica di dividendi, secondo la quale Aramco si è impegnata a distribuire almeno 75 miliardi di dollari annui di dividendi dal 2020 al 2024, garantendo ai nuovi azionisti un rendimento stabile. In altri termini, rispetto a una capitalizzazione di circa 1,7 trilioni, il dividend yield implicito  $y = \frac{75 \text{ mld USD}}{150 \text{ mld USD}} \approx 4,4\%$  risultava competitivo con quello delle major petrolifere internazionali, rendendo l'investimento più appetibile, nonostante i limiti di governance. Sul fronte operativo, la definizione del prezzo si è basata su un meccanismo di bookbuilding, rivolto principalmente ad investitori domestici e regionali. Il price range indicativo fissato nel prospetto oscillava tra i 30 e i 32 riyal sauditi per azione (circa \$8-8,5 USD)<sup>44</sup>.

Al termine del collocamento, grazie a una forte domanda, prevalentemente locale, il prezzo è stato fissato al massimo della forchetta, 32 SAR per azione, pari a circa \$8,53. Ne è derivata una dimensione dell'IPO di 25,6 miliardi di dollari (96 miliardi di riyal) per il 1,5% del capitale venduto. Il contratto di underwriting ha previsto, inoltre, un'opzione di greenshoe (sovra-allocazione) del 15%, corrispondente ad ulteriori 450 milioni di azioni, pari ad un altro 0,225% del capitale, da esercitarsi in caso di domanda eccedente.

Con il sopravvenire della piena allocazione del greenshoe, il ricavato totale dell'IPO avrebbe potuto raggiungere i 29,4 miliardi di dollari, ritoccando ulteriormente al rialzo il record storico di raccolta. Un altro aspetto cruciale del processo è stato il coinvolgimento di un ampio consorzio di sottoscrittori (underwriters) e consulenti finanziari di livello globale. Aramco ha selezionato 25 banche internazionali e locali come joint global coordinators e bookrunners dell'operazione. Tra queste figuravano i maggiori istituti finanziari mondiali, come ad esempio Citigroup, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, HSBC, affiancati da banche saudite (Samba Capital, NCB Capital, Riyadh Capital, etc.) e regionali (First Abu Dhabi Bank)<sup>45</sup>. Questo ampio syndicate rifletteva la volontà di assicurare la massima distribuzione dell'offerta e di gestire efficacemente un collocamento di dimensioni eccezionali.

Diverse sono state le funzioni svolte dagli underwriters, dal supporto nella valutazione e pricing, all'organizzazione del roadshow presso gli investitori, dalla raccolta delle manifestazioni di interesse fino ad arrivare alla garanzia di sottoscrizione. In base agli accordi di collocamento, infatti,

---

<sup>44</sup> Reuters. "Saudi Aramco IPO's Retail Tranche Oversubscribed: Lead Manager." *Reuters.com*, November 28, 2019. <https://www.reuters.com/article/world/uk/saudi-aramco-ipos-retail-tranche-oversubscribed-lead-manager-idUSKBN1Y21GZ>

<sup>45</sup> Argaam, "Retail Tranche Oversubscribed," 2019

le banche sottoscrittrici si erano impegnate ad acquistare eventuali azioni non collocate sul mercato al prezzo di offerta, assicurando il successo dell'emissione. Di fatto, grazie all'esito positivo del bookbuilding, non è stato necessario ricorrere a tale garanzia e tutte le azioni offerte sono state assegnate agli investitori. Il roadshow informativo e promozionale dell'IPO, previsto inizialmente su scala globale, ha subito modifiche in corso d'opera. In un primo momento Aramco e i suoi advisor avevano pianificato presentazioni nelle principali piazze finanziarie mondiali (Londra, New York, Asia) per attrarre investitori istituzionali esteri.

Tuttavia, di fronte a segnali tiepidi da parte della platea internazionale e alle incertezze politico-regolamentari, la compagnia ha deliberato l'annullamento del roadshow internazionale a fine novembre 2019<sup>46</sup>. La strategia di marketing si è quindi conseguentemente concentrata sul Golfo e sul mercato domestico saudita, dove vi era maggiore disponibilità a sostenere l'IPO a valutazioni elevate. I vertici di Aramco hanno così tenuto incontri con investitori locali, fondi sovrani regionali e grandi fortune saudite, contando anche su un forte senso di partecipazione nazionale al progetto.

Questa scelta di limitare la promozione al bacino domestico/regionale, se da un lato ha ridotto la platea potenziale di investitori, dall'altro ha permesso di evitare tutti quegli ostacoli posti dai mercati occidentali (maggior scrutinio su governance, timori legati a ESG e geopolitica) e di rispettare la tempistica stretta imposta da Riad per finalizzare l'IPO entro la fine del 2019.

In sintesi, lo straordinario processo di quotazione di Saudi Aramco è stato caratterizzato dall'adozione di soluzioni inedite, allo scopo di adeguarsi alla natura peculiare dell'emittente. La combinazione dei fattori di valutazione elevata, free float ridotto, controllo statale e sensibilità politiche ha richiesto una strutturazione ad hoc dell'IPO ed uno sforzo coordinato senza precedenti da parte di advisor, regolatori e investitori coinvolti.

### **1.3.2 La scelta della borsa Tadawul: ragioni strategiche e vincoli politici**

Una decisione centrale dell'operazione è stata quella di quotare Aramco esclusivamente sul mercato domestico saudita (Tadawul), almeno nella sua fase iniziale. Mentre in origine il progetto includeva una doppia quotazione internazionale, con Londra, New York, Hong Kong fra le piazze candidate, per collocare complessivamente fino al 5% delle azioni, le circostanze hanno portato a concentrare la prima tranche dell'IPO unicamente sul listino saudita<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> LUISS Policy Observatory. "Geopolitics and Conflicts Hit Aramco's IPO: Crown Prince Turns East." *LUISS Policy Observatory – Middle East & North Africa*, 2020. <https://mp.luiss.it/archives/geopolitics-and-conflicts-hit-aramcos-ipo-crown-prince-turns-east>

<sup>47</sup> Friedman, "Saudi Aramco's IPO Prospectus," *Axios*.

Questa scelta è stata dettata da una molteplicità di ragioni strategiche e da vincoli politico-regolamentari. Dal punto di vista strategico, la quotazione su Tadawul (la Borsa di Riyad) ha offerto diversi vantaggi. In primo luogo, quello di rafforzare il mercato dei capitali saudita, facendone il fulcro di un'operazione di rilevanza mondiale. L'inclusione di Aramco nell'indice locale ha immediatamente moltiplicato la capitalizzazione complessiva di Tadawul, proiettando l'Arabia Saudita tra i principali mercati azionari emergenti. Aramco, con il suo valore di oltre \$1,7 trilioni, ha rappresentato, fin dal debutto, circa il 50% dell'intera capitalizzazione del Tadawul Index, trasformando la borsa saudita per dimensioni e visibilità.

Concentrando la quotazione in patria, il governo ha inoltre potuto coinvolgere attivamente la popolazione e le istituzioni locali nell'acquisto di azioni (come dettagliato in §1.3.3), alimentando un senso di orgoglio nazionale e di partecipazione al piano di riforma economica Vision 2030.

In altri termini, Tadawul è stata vista come la “vetrina sovrana” dell'IPO Aramco, in grado di celebrare l'evento come traguardo storico per il Paese e di garantire che i benefici, intesi quali commissioni, liquidità e sviluppo del mercato, potessero positivamente ricadere innanzitutto sull'Arabia Saudita stessa. Allo stesso tempo, vi erano vincoli politici e regolamentari che hanno disincentivato una quotazione immediata su piazze estere.

Tra questi, un ostacolo importante era riconducibile ai requisiti normativi delle borse occidentali. Ad esempio, la London Stock Exchange (LSE) prevedeva per una *premium listing* l'obbligo di un free float minimo del 25% del capitale. Aramco, offrendo inizialmente solo l'1,5%, non avrebbe soddisfatto tale criterio; per attrarla, il regolatore britannico aveva persino valutato delle esenzioni ad hoc, suscitando polemiche sulla tutela degli investitori<sup>48</sup>.

Analogamente, anche il NYSE/NASDAQ statunitense avrebbe richiesto una percentuale flottante ben superiore a quella esigua proposta. Inoltre, una quotazione a New York avrebbe esposto Aramco a implicazioni legali delicate, in quanto, essendo Aramco interamente controllata dallo Stato saudita, vi era il timore di cause legali da parte di creditori o attori ostili (si citano ad esempio le azioni legali pendenti negli USA contro l'Arabia Saudita per eventi passati) che, sfruttando la giurisdizione americana, potessero aggredire gli asset o i proventi della società quotata.

Sul versante della trasparenza e disclosure, una quotazione internazionale avrebbe imposto obblighi di reporting più stringenti ed un controllo pubblico assai maggiore sulle operazioni e le riserve di Aramco, con un livello di scrutinio che il governo saudita, storicamente molto riservato

---

<sup>48</sup> Pratley, Nils. “London’s Wooing of Saudi Aramco Should Be Gently Rebuffed.” *The Guardian*, June 5, 2017. <https://www.theguardian.com/business/nils-pratley-on-finance/2017/jun/05/london-stock-exchange-saudi-aramco-ipo-uk-oil-ftse-100>

sui dati petroliferi, affrontava con grande riluttanza. La scelta di Tadawul ha quindi permesso di mantenere maggiore controllo sui termini dell'IPO, operando in un contesto regolamentare domestico più flessibile e allineato con gli obiettivi governativi.

Un ulteriore fattore da considerare è stato il contesto geopolitico e di reputazione al momento della decisione (2018-2019). Le relazioni dell'Arabia Saudita con alcuni partner occidentali attraversavano fasi delicate (in particolare dopo l'ottobre 2018, con il caso Khashoggi che aveva provocato critiche internazionali al regime saudita).

L'idea di lanciare la più grande IPO della storia su piazze come New York o Londra in quel frangente comportava incognite politiche non trascurabili, inclusa la possibilità di accoglienza fredda o di boicottaggio da parte di investitori istituzionali occidentali, sensibili a questioni di *governance* e diritti umani.

In parallelo, l'emergere di movimenti globali per la finanza sostenibile e le pressioni ESG (Environmental, Social, Governance) hanno inciso sul grado di interesse di molti fondi esteri verso una compagnia petrolifera statale, con alcuni grandi asset manager occidentali, ad esempio, che hanno ridotto l'esposizione al settore oil & gas per impegni legati al clima<sup>49</sup>.

Questa tendenza ha probabilmente limitato l'appel di Aramco per una parte del capitale internazionale, almeno nel 2019, spingendo Riad ad affidarsi maggiormente a investitori regionali e locali portatori di un atteggiamento *friendly*.

Un confronto sintetico tra Tadawul e le altre piazze considerate aiuta a contestualizzare la scelta saudita:

- Tadawul (Riyad): nessun requisito minimo di flottante per società nazionali; regolamentazione conforme alla legge saudita; investitori prevalentemente domestici e del GCC. Vantaggi: controllo politico sull'operazione, creazione di liquidità interna, tempi rapidi di approvazione. Svantaggi: liquidità internazionale limitata, indice altamente concentrato su Aramco post IPO;
- NYSE (New York): mercato azionario più liquido al mondo; elevata visibilità globale e accesso a vasti capitali istituzionali. Richiede elevati standard di trasparenza (SEC) e libera trasferibilità dei titoli; rischio di azioni legali sotto la giurisdizione USA. Free float tipicamente  $\geq 15-20\%$  per una buona liquidità (anche se non formalmente obbligatorio come Londra). Contesto politico-legale potenzialmente sfavorevole per un'entità statale saudita;

---

<sup>49</sup> Krane, "The Aramco IPO Isn't Quite Enough," *Atlantic Council*.

- LSE (Londra): grande mercato internazionale, fuso orario intermedio; normativa flessibile ma *premium listing* richiesto pari al 25% flottante<sup>50</sup> (la FCA valutò un segmento speciale per Aramco). Accesso ad investitori europei e globali, ma implicazioni di governance (codice UK) e potenziali resistenze politiche nel concedere eccezioni a regole consolidate;
- HKEX (Hong Kong): porta d'accesso ai capitali cinesi e asiatici; regole di quotazione relativamente accomodanti (possibile flottante minimo ~15% per grandi capitalizzazioni). Avrebbe offerto ad Aramco una platea di investitori in un contesto culturale più neutrale sotto l'aspetto politico; tuttavia, nel 2019 Hong Kong attraversava tensioni interne, legate a proteste democratiche, per cui l'operazione avrebbe potuto risentirne. Inoltre, la scelta di Hong Kong avrebbe segnalato un orientamento geopolitico "orientale" dell'Arabia Saudita, nell'ottica di un avvicinamento alla Cina, con possibili implicazioni strategiche.

In definitiva, la decisione di quotare Aramco su Tadawul è stata guidata dalla necessità di bilanciare obiettivi finanziari e considerazioni politico-strategiche. Gestendo la quotazione sul proprio mercato, l'Arabia Saudita ha potuto plasmare l'IPO secondo le proprie esigenze, assicurando il controllo nazionale su un asset considerato strategico e minimizzando i rischi di giurisdizione estera. Come contropartita è stata sacrificata la possibilità di attingere subito ai ricchi mercati di capitale internazionali, rinviando ad una fase successiva un eventuale *listing* estero aggiuntivo, ipotesi che rimane tuttora oggetto di valutazione per collocare ulteriori tranche di azioni Aramco in futuro.

La scelta di Tadawul si configura dunque come un compromesso pragmatico, che ha privilegiato la riuscita e la sicurezza dell'operazione nel contesto contingente, pur rinunciando, nell'immediato, ad alcune potenziali opportunità offerte dalle piazze finanziarie globali.

### **1.3.3 La sottoscrizione dell'offerta: investitori retail e istituzionali**

Il collocamento delle azioni Aramco ha registrato una domanda elevatissima da parte sia di investitori individuali sauditi (retail) sia di investitori istituzionali, con una partecipazione prevalente di soggetti domestici e del Golfo. Data la struttura dell'offerta, pari all'1,5% del capitale, il prospetto prevedeva, sin dall'inizio, una ripartizione tra una tranche retail, che vedeva quali destinatari il pubblico dei risparmiatori ed una tranche istituzionale, rivolta a fondi, investitori

---

<sup>50</sup> Pratley, "London's Wooing of Saudi Aramco," *The Guardian*.

qualificati ed enti. In particolare, circa il 33% delle azioni offerte (0,5% del capitale) era riservato agli investitori retail sauditi, mentre il restante 67% (1,0% del capitale) era destinato agli investitori istituzionali<sup>51</sup>. Questa suddivisione mirava a garantire un'ampia partecipazione nazionale, in cui al pubblico retail saudita, incluse famiglie e piccoli risparmiatori, veniva offerta un'opportunità storica di diventare azionisti della più importante compagnia nazionale, mentre la tranche istituzionale avrebbe potuto accogliere ordini di maggiori dimensioni da parte di fondi d'investimento, banche e potenziali investitori stranieri qualificati. La sottoscrizione da parte dei retail si è svolta durante un periodo finestra di circa due settimane (dal 17 al 28 novembre 2019).

L'esito è stato straordinario, con la partecipazione di circa 4,17 milioni di investitori individuali sauditi ed una sottoscrizione complessivamente di 1,48 miliardi di azioni. La domanda retail ha superato di circa 1,5 volte la quantità riservata a tale categoria, pari a circa 1 miliardo di azioni, le cui richieste hanno raggiunto un controvalore di 38,1 miliardi di riyal (circa 10,2 miliardi di dollari), eccedendo di 6,13 miliardi SAR la cifra necessaria per coprire interamente il lotto retail. Questo significa che l'IPO è risultata sovrasottoscritta anche dal pubblico retail (coverage ~150%).

In particolare, molti cittadini sauditi hanno colto l'invito patriottico a partecipare all'acquisto di quote della miglior compagnia nazionale, che ha determinato, in maniera emblematica, il fenomeno di aperture multiple di conti titoli e sottoscrizioni *pro capite* aggiuntive (ad esempio intestando azioni ai familiari) nel tentativo di assicurarsi un numero maggiore di titoli, dato che era previsto un tetto di assegnazione per richiedente.

Le banche saudite hanno svolto un ruolo attivo nel promuovere l'adesione, offrendo linee di credito e facilitazioni ai clienti interessati all'IPO. Alla chiusura del periodo di offerta retail, si è proceduto al meccanismo di allocazione, per cui ogni sottoscrittore retail ha ricevuto una quota proporzionale della quantità richiesta, con un lotto minimo garantito, in grado di assicurare una base di azionariato diffuso e un riparto pro-quota sulle richieste eccedenti, in modo da distribuire equamente le azioni disponibili tra l'ampissima platea di aderenti. Anche la tranche istituzionale ha riscontrato un fortissimo interesse, soprattutto da parte di soggetti locali e regionali.

Il periodo di bookbuilding per gli investitori istituzionali è durato fino al 4 dicembre 2019, data ultima per la raccolta degli ordini vincolanti. Secondo i dati comunicati dai *joint global coordinators*, gli investitori istituzionali hanno presentato richieste per circa 5,9 miliardi di azioni Aramco. Rapportando questa domanda all'offerta istituzionale disponibile (2 miliardi di azioni, pari

---

<sup>51</sup> Reuters. "Saudi Aramco IPO Institutional Tranche 2.95 Times Oversubscribed." *Reuters.com*, December 6, 2019. <https://www.reuters.com/article/business/saudi-aramco-ipo-institutional-tranche-295-times-oversubscribed-idUSKBN1Y72HK>

all'1% del capitale), si ottiene un'over-subscription di ~2,95 volte. In termini di controvalore, gli ordini istituzionali hanno raggiunto i 189 miliardi di riyal (circa 50,4 miliardi di dollari), una cifra enorme, specie considerando che proveniva in larga parte da investitori del Golfo.

Infatti, la composizione geografica degli ordini evidenzia come la domanda sia stata sostenuta quasi interamente da capitali domestici e dei paesi limitrofi, dato che a pochi giorni dalla chiusura del bookbuilding, solo meno del 11% delle richieste proveniva da investitori esteri. In particolare, si stima che oltre l'80-90% della tranche istituzionale sia stata sottoscritta da entità saudite, quali fondi pubblici, banche locali, fondi pensione, aziende e da investitori del GCC (in primis gli Emirati Arabi e il Kuwait)<sup>52</sup>.

Alcuni *sovereign wealth funds* alleati, come il fondo sovrano di Abu Dhabi (ADIA) e quello del Kuwait, hanno aderito all'offerta, su invito delle autorità saudite, investendo somme significative. Anche grandi gruppi familiari sauditi e regionali hanno partecipato, a testimonianza di un coordinamento regionale volto a garantire il successo dell'IPO.

Al contrario, molti investitori istituzionali occidentali sono rimasti ai margini, frenati dalle valutazioni elevate e dai fattori legati a ESG, governance e liquidità limitata. In tale scenario, le principali eccezioni estere sono state alcuni investitori asiatici, come ad esempio, pur non ufficialmente confermato, entità cinesi interessate nell'ambito delle relazioni energetiche sino-saudite e pochi fondi d'investimento globali, portatori di un approccio di lungo termine sul settore oil & gas.

Complessivamente, la domanda totale, composta dalla parte retail e da quella istituzionale, ha superato i \$60 miliardi, risultando ampiamente sufficiente a coprire il 1,5% offerto. La forte sovra-sottoscrizione ha permesso di fissare il prezzo al top della forchetta, pari a 32 SAR e, successivamente, di esercitare parzialmente l'opzione *greenshoe*, incrementando leggermente il flottante.

Al termine delle operazioni di assegnazione, la quota flottante effettiva di Aramco sul mercato si attestava intorno al 1,7% del capitale, incluso il *greenshoe*, lasciando allo Stato Saudita il controllo del 98,3% della compagnia. Sebbene in termini relativi il flottante sia piccolissimo, in valori assoluti si tratta di miliardi di dollari di azioni in circolazione. Inoltre, grazie all'inclusione quasi immediata di Aramco negli indici azionari locali e nei principali indici emergenti internazionali (MSCI Emerging Markets, FTSE Russell Emerging), si è generata ulteriore domanda "passiva" da parte di fondi indicizzati, che ha contribuito a sostenere ulteriormente le quotazioni post-IPO.

---

<sup>52</sup> Reuters, "Saudi Aramco IPO's Retail Tranche Oversubscribed," 2019.

Il debutto borsistico di Aramco, avvenuto l'11 dicembre 2019 sul Tadawul, ha confermato il successo della sottoscrizione, con il titolo che ha aperto in rialzo del +10% nella prima seduta, per poi raggiungere i 35,2 riyal rispetto ai 32 riyal di IPO e attivando il limite di *trading* giornaliero. Nei giorni immediatamente successivi, le azioni Aramco hanno continuato a salire, toccando 38 riyal e portando la capitalizzazione oltre la soglia simbolica dei \$2.000 miliardi<sup>53</sup>, obiettivo a lungo perseguito dal principe Mohammad bin Salman.

Questo *rally* iniziale, pur favorito dal basso flottante che ha creato scarsità di titoli, ha indicato che il prezzo di collocamento era stato accettato dal mercato e che vi era dell'ulteriore domanda inespressa. In sintesi, la sottoscrizione dell'offerta Aramco può considerarsi riuscita in modo *plenario*, con l'IPO che ha visto una partecipazione popolare ampia e convinta in Arabia Saudita, il sostegno strategico dei vicini del Golfo, raggiungendo così il duplice scopo di raccogliere capitali cospicui ed assicurare, nel contempo, un esordio brillante in borsa.

### 1.3.4 Raccolta record di capitali e implicazioni finanziarie e geopolitiche

L'IPO di Saudi Aramco ha segnato un record storico di raccolta di capitali a livello globale, diventando di fatto l'offerta pubblica iniziale più grande di sempre. Con 25,6 miliardi di dollari raccolti, escluse eventuali sovra-allocazioni, Aramco ha superato il primato precedente detenuto dal colosso cinese dell'e-commerce Alibaba, che nel 2014 aveva raccolto 25 miliardi di dollari al NYSE<sup>54</sup>. Considerando l'esercizio integrale dell'opzione *greenshoe*, il totale di Aramco sale a circa 29,4 miliardi di dollari, ampliando ulteriormente la distanza rispetto a tutte le altre IPO precedenti.

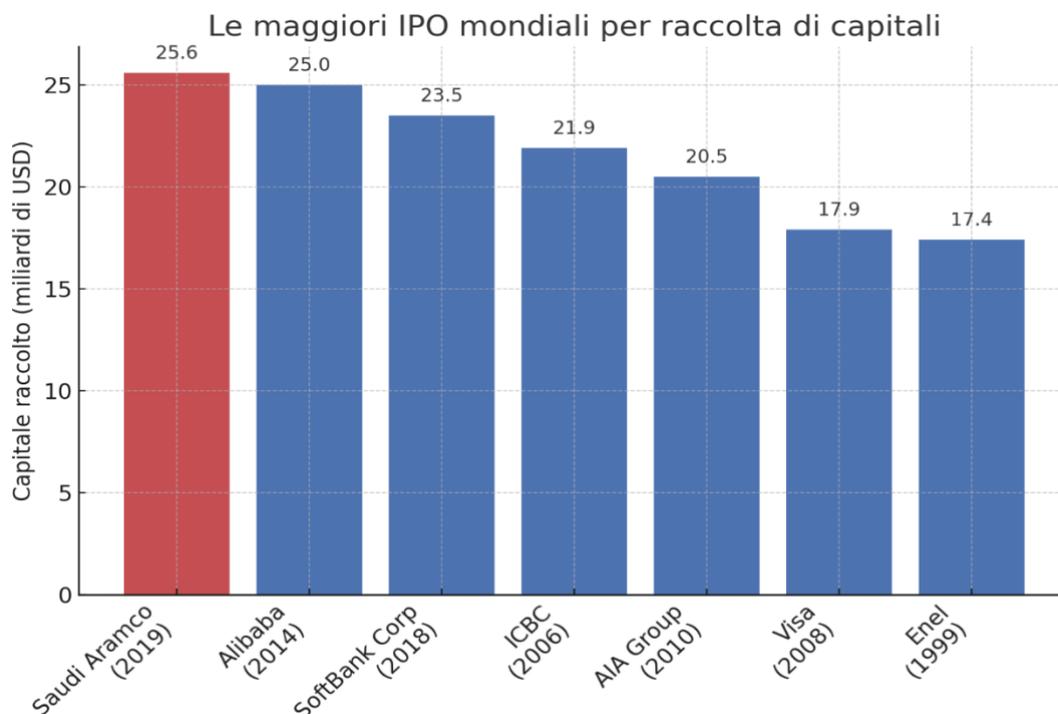
La *Figura 2* che segue illustra un confronto tra le maggiori IPO mondiali per capitale raccolto: Aramco (in rosso) sventa nettamente in cima alla classifica, distanziando Alibaba e le successive operazioni di poco inferiori (come SoftBank Corp nel 2018 con ~23,5 miliardi, e le grandi privatizzazioni bancarie cinesi degli anni passati, ICBC 2006 con ~21,9 miliardi, Agricultural Bank of China 2010 con ~22,1)<sup>55</sup>. Da notare che l'unica IPO europea nella *top 10* resta quella di Enel (Italia, 1999), pari a 17,4 miliardi di dollari, nettamente eclissata dai giganti asiatici e mediorientali.

---

<sup>53</sup> MarketWatch. "Aramco Shares Climb on Second Day to Top \$2 Trillion Valuation." *MarketWatch.com*, December 12, 2019. <https://www.marketwatch.com/story/aramco-shares-climb-on-second-day-to-top-2-trillion-valuation-2019-12-12>

<sup>54</sup> Reuters, "Saudi Aramco IPO's Retail Tranche Oversubscribed," 2019.

<sup>55</sup> FirstOnline, "The 10 Largest IPOs," 2019.



*Figura 2: Le maggiori IPO mondiali per capitali raccolti (in miliardi di USD). Saudi Aramco (2019) detiene il record assoluto con \$25,6 miliardi (base) – \$29,4 miliardi (con greenshoe), superando Alibaba (2014) e SoftBank (2018). I valori non sono aggiustati per l’inflazione.*

Il confronto con i precedenti record evidenzia la portata eccezionale dell’operazione Aramco. Mentre Alibaba aveva collocato circa il 40% del capitale sul mercato, in un settore, l’e-commerce, ad alta crescita e con prospettive di espansione globale, Aramco ha mobilitato risorse equivalenti vendendo appena l’1,5% di una società già matura attiva in un settore tradizionale.

In altri termini, nessuna IPO nella storia aveva raccolto così tanto, capitalizzando una frazione così piccola dell’azienda, segno della grande fiducia riposta dagli investitori nella solidità di Aramco e, soprattutto, del peso economico di una compagnia dal valore di oltre un trilione e mezzo di dollari.

Questo risultato assume rilievo anche maggiore se si considera che è stato ottenuto senza un *listing* sulle piazze finanziarie occidentali, a dimostrazione delle capacità dei mercati emergenti, nella fattispecie quelli del Golfo, di assorbire un’offerta di dimensioni colossali, ponendo le basi per un possibile riequilibrio nei flussi di capitali a livello globale.

Dal punto di vista finanziario, la raccolta record di ~\$25-29 miliardi ha conferito al governo saudita risorse ingenti ed immediate da impiegare per il raggiungimento degli obiettivi di diversificazione economica. I proventi dell’IPO, destinati in larga parte al fondo sovrano saudita Public Investment Fund (PIF), rappresentano un’iniezione di liquidità fondamentale per finanziare

i progetti bandiera del programma Vision 2030, tra cui gli annunciati investimenti in settori non-oil, come tecnologia, infrastrutture e turismo e nello sviluppo di energie rinnovabili e mobilità elettrica, al fine di ridurre la dipendenza di lungo termine dell'economia saudita dal petrolio. In quest'ottica, l'IPO è servita da catalizzatore per trasformare una ricchezza "dormiente" (parte del capitale Aramco in mano statale) in capitale attivo diversificato.

Tuttavia, come osservato da vari analisti, 25 miliardi, pur costituendo un livello record per un'IPO, sono una somma inferiore ai 100 miliardi inizialmente prefissati dal principe Mohammad bin Salman per il PIF <sup>56</sup>, per cui, pur segnando un clamoroso successo di mercato, l'operazione non è sufficiente, da sola, a finanziare integralmente le ambizioni di Vision 2030. Ne deriva, con molta probabilità, la necessità di dover procedere a ulteriori dismissioni di quote Aramco in futuro o valutare la praticabilità di altre misure, come privatizzazioni di asset statali diversi da Aramco, per colmare il divario. Nel frattempo, Aramco, come società quotata, ha iniziato a distribuire i cospicui dividendi promessi, trasferendo annualmente liquidità al Tesoro saudita e ai nuovi azionisti privati.

Va notato che l'impegno sui dividendi fissi (\$75 miliardi annui) implica che, a fronte di utili oscillanti con il prezzo del petrolio, Aramco potrebbe in alcuni anni dover attingere alle riserve o ridurre investimenti per onorare il payout, oppure che lo Stato rinunci a parte dei propri dividendi per garantire quelli degli azionisti di minoranza <sup>57</sup>. Questa dinamica introduce elementi nuovi nella gestione finanziaria di Aramco, ora soggetta al giudizio del mercato sulla sostenibilità dei suoi flussi di cassa e della sua politica di distribuzione.

Si noti, inoltre, che le implicazioni geopolitiche del successo dell'IPO Aramco sono di ampia portata. In primo luogo, l'operazione ha segnato un punto a favore dell'Arabia Saudita nella competizione regionale e globale per l'attrazione di capitali. Riad, in particolare, ha dimostrato di poter effettuare in autonomia un collocamento da record, mobilitando capitali interni e degli alleati del Golfo, creando un evento finanziario di risonanza mondiale senza l'intermediazione delle borse di New York o Londra. Quest'aspetto ha rafforzato il senso di autonomia finanziaria saudita e la narrativa di un Medio Oriente non più solo dipendente da capitali occidentali, ma capace di generarne e attrarne dall'Est del mondo, dove la partecipazione, seppur limitata, di investitori asiatici e l'interesse manifestato dalla Cina rientrano in questo quadro.

---

<sup>56</sup> Krane, "The Aramco IPO Isn't Quite Enough," *Atlantic Council*

<sup>57</sup> Friedman, "Saudi Aramco's IPO Prospectus," *Axios*.

In secondo luogo, l'IPO ha consolidato l'alleanza economica nell'area del Golfo, grazie al coinvolgimento dei fondi sovrani di EAU e Kuwait e di investitori del Qatar e Bahrain, che, nonostante differenze politiche regionali, segnala una convergenza di interessi economici attorno ad Aramco. Diventando co-azionisti, pur minoritari, della maggiore compagnia petrolifera mondiale, questi paesi legano ancora di più le proprie economie a quella saudita, in una forma di integrazione finanziaria regionale. Ciò potrebbe, nel lungo termine, favorire una maggiore stabilità e cooperazione politica nel Gulf Cooperation Council (GCC), data la posta in gioco comune rappresentata dall'andamento di Aramco e del mercato petrolifero.

Appare importante rilevare come l'IPO Aramco abbia suscitato riflessioni sul futuro del settore energetico tradizionale. Con l'apertura del capitale di Aramco al pubblico è richiesta, conseguentemente, una maggiore trasparenza nelle operazioni della compagnia, che diventa, almeno in parte, responsabile verso investitori privati globali.

Questo potrebbe influenzare le sue strategie di lungo termine, in quanto, ad esempio, gli investitori potrebbero fare pressione per una gestione più efficiente dei costi, per investimenti mirati nella transizione energetica o per una politica più prevedibile di produzione petrolifera. Tuttavia, va ribadito che lo Stato saudita mantiene un controllo schiacciante, superiore al 98% delle azioni, per cui le decisioni strategiche della compagnia continueranno a rispondere principalmente alle esigenze di politica economica nazionale, quali la stabilizzazione dei prezzi del petrolio e la regolare la produzione OPEC.

L'equilibrio tra interesse pubblico e istanze degli azionisti privati sarà un tema delicato, nel cui ambito Aramco sarà chiamata a dover bilanciare gli obiettivi di lungo periodo fissati dal governo, come gli investimenti in capacità produttiva di riserva e progetti a rendimento non immediato, con le aspettative di rendimento degli azionisti di minoranza. In tal senso Aramco potrebbe fungere da caso di studio su come una grande NOC (*National Oil Company*) possa operare con successo sul mercato azionario, senza perdere la propria missione strategica pubblica. Infine, sul piano simbolico e politico, l'IPO di Aramco ha rappresentato per il principe ereditario Mohammad bin Salman una scommessa vinta a metà.

Da un lato, egli può rivendicare di aver realizzato la "quotazione del secolo", rompendo il tabù, che vedeva Aramco sempre completamente statale ed ottenendo enormi capitali per trasformare l'economia saudita. Dall'altro, l'IPO è avvenuta in forma ridimensionata rispetto ai piani iniziali (quota venduta ridotta da 5% a 1,5%, nessun listino estero immediato, valutazione inferiore alle attese). Ciò riflette le difficoltà incontrate lungo il percorso, dettati dai cambiamenti di scenario del

mercato petrolifero, con prezzi altalenanti e dubbi sul *peak oil demand*, dalle tensioni geopolitiche, con attacchi ad impianti e questioni reputazionali, fino alle resistenze degli investitori sul prezzo.

Nonostante queste cautele, l'IPO Aramco ha ridisegnato la geografia finanziaria del settore energetico, che vede la società petrolifera più grande del mondo parzialmente quotata e soggetta al giudizio dei mercati, e la borsa saudita salita alla ribalta internazionale. Questo evento potrebbe fare da apripista per altre operazioni nel Golfo, con diversi analisti che hanno notato come dopo Aramco vi sia stato un aumento di IPO di società mediorientali, sintomo di un mercato dei capitali in via di maturazione <sup>58</sup>. In conclusione, "l'IPO senza precedenti" di Saudi Aramco ha stabilito nuovi record e paradigmi sia in termini finanziari che geopolitici.

La capacità di raccogliere capitale su tale scala, con un collocamento orchestrato interamente secondo le priorità di uno Stato emergente, segna un capitolo importante nella storia della finanza globale. Resta da vedere come Aramco utilizzerà questo successo per sostenere la trasformazione dell'economia saudita e come gestirà la convivenza tra la sua natura di braccio economico dello Stato e la sua veste di società quotata internazionale, sull'asse di un delicato equilibrio che potrebbe influenzare sia le sorti del regno saudita sia gli equilibri dell'industria petrolifera mondiale nei prossimi decenni.

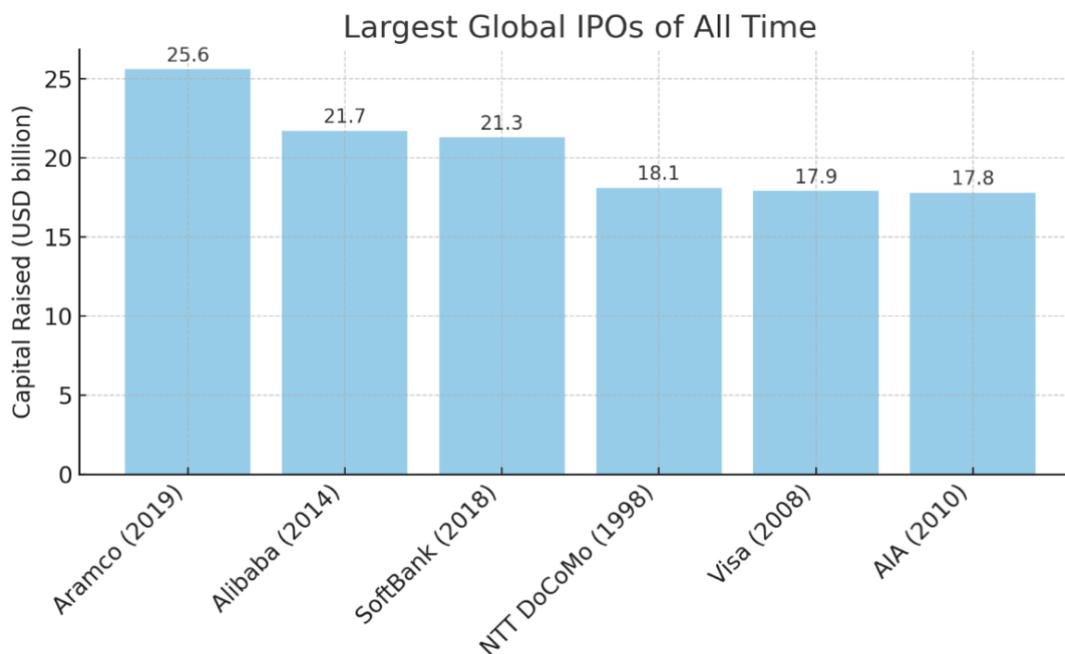
---

<sup>58</sup> Franck, Thomas. "Saudi Aramco Shares Surge 10% as Trading Begins." *CNBC*, December 11, 2019. <https://www.cnbc.com/2019/12/11/saudi-aramco-ipo-shares-surge-as-trading-begins.html>

## CAPITOLO 2

### L'IPO di Saudi Aramco: diversificazione economica, branding internazionale e ruolo globale

Come sopra evidenziato, l'offerta pubblica iniziale (IPO) di Saudi Aramco è stata un evento senza precedenti per dimensioni e implicazioni strategiche. Grazie ad una raccolta di 25,6 miliardi di dollari, l'IPO di Aramco si è attestata come la più grande della storia, superando il record stabilito Alibaba, pari a 25 miliardi di dollari, nel 2014). Questo collocamento ha portato la capitalizzazione di mercato di Aramco a circa 1.700 miliardi di dollari, rendendo la compagnia petrolifera saudita la società quotata di maggior valore al mondo all'epoca, davanti ad Apple. Il primato è ancora più notevole considerando che è stato ottenuto vendendo solo il 1,5% delle azioni della compagnia, a fronte di una valutazione societaria così elevata. La *Figura 3* confronta Aramco con le maggiori IPO globali per capitali raccolti, evidenziando come Aramco svetti nettamente in cima alla classifica (25,6 miliardi, estendibili a 29,4 miliardi in caso di greenshoe) rispetto alle successive Alibaba (21,7 mld) e SoftBank (21,3 mld). Tali valori non sono aggiustati per l'inflazione<sup>59</sup>.



<sup>59</sup> VCCircle. "Saudi Aramco Raises \$25.6 Bn in World's Biggest IPO." *VCCircle.com*, December 6, 2019. <https://www.vccircle.com/saudi-aramco-raises-25-6-bn-in-world-s-biggest-ipo>

Oltre ai numeri eccezionali, l'IPO di Aramco ha assunto un duplice significato strategico per l'Arabia Saudita. In primo luogo, essa è stata concepita come leva per la diversificazione economica del Paese, in linea con il piano di riforme *Vision 2030*, e come strumento di *nation branding*, per proiettare un'immagine moderna del Regno saudita sulla scena internazionale. In secondo luogo, l'operazione mirava ad attirare ingenti capitali esteri e a rafforzare il ruolo dell'Arabia Saudita nei mercati finanziari globali, inserendo Riyadh nei circuiti internazionali degli investitori, con un consolidando dei legami economici e geopolitici. Nelle sezioni seguenti verranno analizzati in dettaglio entrambi gli aspetti, con supporto di teorie economiche, dati quantitativi e confronti con altri casi emblematici di IPO o collocamenti strategici di compagnie petrolifere statali (ad esempio Petrobras, Rosneft, ADNOC), al fine di valutarne la portata e le implicazioni.

## **2.1 IPO come leva per diversificazione economica e branding internazionale**

Dal punto di vista economico-strategico, la quotazione di Saudi Aramco nasce principalmente dall'esigenza di diversificare l'economia saudita, riducendo la storica dipendenza del paese dalle rendite petrolifere. Il contesto di riferimento è il programma *Vision 2030*, lanciato nel 2016 dal Principe ereditario Mohammed bin Salman (MbS), che pone obiettivi ambiziosi: sviluppare il settore privato non-oil, aumentare il contributo del PIL non petrolifero e delle entrate statali extra-petrolifere, e soprattutto potenziare il fondo sovrano saudita PIF (*Public Investment Fund*). In particolare, *Vision 2030* prevede di accrescere gli asset del PIF da circa 600 miliardi di riyal ad oltre 7.000 miliardi di riyal (circa 2.000 miliardi di dollari), così da renderlo il più grande fondo sovrano al mondo e il motore degli investimenti nei nuovi settori dell'economia nazionale.

In quest'ottica, la parziale privatizzazione di Aramco è stata definita la "pietra angolare" di *Vision 2030*, per cui, attraverso la vendita di una quota minoritaria della compagnia petrolifera statale, il governo puntava a liberare risorse finanziarie senza precedenti da destinare a investimenti diversificati.

I proventi dell'IPO, infatti, sono stati destinati al PIF, così che il fondo possa investirli sia in progetti domestici (infrastrutture, megaprogetti come NEOM, sviluppo di nuovi settori quali turismo, intrattenimento, tecnologie) sia in acquisizioni e partecipazioni internazionali. In tal modo, attraverso la vendita di una piccola frazione di Aramco e trasferendo le risorse al PIF, l'Arabia Saudita condivide il rischio petrolifero con gli investitori privati, costituendo, contemporaneamente, un cuscinetto di finanziamenti per la diversificazione interna.

Questo approccio rientra nelle teorie economiche della diversificazione in economie *rentier*: monetizzare una parte dell'asset petrolifero per creare un fondo di ricchezza che assicuri rendimenti futuri e finanziare la transizione verso un'economia post-petrolifera (una strategia simile alla gestione di sovereign wealth funds in paesi ricchi di risorse, per trasformare *wealth in the ground* in investimenti produttivi). Tuttavia, vanno evidenziate anche le criticità teoriche di tale scelta. Alcuni analisti hanno posto dubbi sull'effettiva capacità del PIF di impiegare efficacemente questa enorme liquidità: investimenti poco ponderati o progetti avveniristici (come la futuristica città di NEOM) potrebbero disperdere le risorse senza generare reali benefici economici.

La letteratura sulla “maledizione delle risorse” (*resource curse*) ammonisce che la semplice conversione di asset petroliferi in capitale finanziario non garantisce di per sé sviluppo, se tale capitale non è allocato in modo produttivo e se non si avvia un contestuale processo di riforma delle istituzioni economiche. In ogni caso, con l'IPO di Aramco il governo saudita ha compiuto un passo storico: *per la prima volta* ha aperto al mercato una parte del suo gioiello petrolifero, rompendo un tabù che durava dai tempi della nazionalizzazione dell'industria petrolifera negli anni '70.

Il principe ereditario Mohammed bin Salman ha investito un notevole capitale politico in questa operazione, presentandola come un atto di lungimiranza per “superare la dipendenza dal petrolio” e modernizzare il Paese, in netta discontinuità con l'approccio cauto dei precedenti regnanti. In altri termini, la quotazione parziale di Aramco assume una valenza simbolica di impegno verso riforme economiche profonde, lanciando un segnale di svolta nelle politiche economiche del Regno, volto a dimostrare come l'Arabia Saudita sia disposta ad intraprendere cambiamenti strutturali, pur di garantirsi un futuro sostenibile anche “dopo l'era del petrolio”. Parallelamente all'obiettivo economico-finanziario, l'IPO di Aramco è stata concepita anche come operazione di branding internazionale e soft power.

Sul piano teorico, rientra nelle strategie di *nation branding*, con cui uno Stato cerca di migliorare la propria immagine per attrarre investimenti esteri e accrescere la propria influenza (Fan, 2006). L'Arabia Saudita dal 2016 ha effettivamente avviato iniziative di *nation branding* per presentarsi come un Paese in trasformazione. In tale ottica ha promosso riforme sociali, come una maggiore partecipazione delle donne, sviluppo di arti, turismo ed intrattenimento e grandi eventi mediatici (es. il rally Dakar, concerti internazionali, progetti museali) per affiancare al tradizionale branding petrolifero un'immagine di nazione moderna e dinamica.

Eman Alhoussein (AGSIW) ha evidenziato che Vision 2030 richiede non solo riforme economiche ma anche un cambio nella percezione pubblica internazionale, con i leader sauditi che puntano a

valorizzare le risorse culturali del regno e a “migliorare la sua immagine all'estero come mezzo per attrarre investimenti e allineare interessi”<sup>60</sup>. In questa cornice, la collocazione record di Aramco è servita da vetrina globale per il nuovo corso saudita. Presentarsi sui mercati internazionali con la più grande IPO della storia è stata un'operazione di prestigio volta a rafforzare l'immagine del Regno sulla scena mondiale. Riyadh ha voluto lanciare un messaggio chiaro, secondo cui l'Arabia Saudita non è più soltanto un colosso petrolifero conservatore, ma è uno Stato capace di iniziative finanziarie e riformatrici di portata globale, *aperto ai capitali internazionali* e impegnato a modernizzare la propria economia.

In tal senso, l'IPO di Aramco ha funzionato come strumento di *nation branding* economico, catalizzando l'attenzione di investitori, media e governi di tutto il mondo e mostrando la volontà saudita di essere riconosciuta non solo per le risorse petrolifere, ma anche per il suo peso nei mercati finanziari globali. Va notato che il contesto geopolitico ha in parte condizionato il successo di questo sforzo di rebranding.

Nei mesi precedenti l'IPO, l'immagine dell'Arabia Saudita era stata offuscata da episodi controversi – in primis l'omicidio del giornalista Jamal Khashoggi (2018), che avevano sollevato critiche occidentali, determinando un certo scetticismo degli investitori internazionali, preoccupati per i rischi politici e reputazionali. Non a caso, uno dei motivi della relativamente scarsa partecipazione estera all'IPO originaria è stato, oltre alle sue valutazioni elevate, proprio il combinato di rischio politico e la carenza di trasparenza di Aramco (tradizionalmente molto opaca nei dati su riserve e conti)<sup>61</sup>.

La necessità di attrarre investitori ha comunque costretto Aramco ad adottare standard più trasparenti, pubblicando, per la prima volta, un prospetto di centinaia di pagine e svelando dati prima riservati, decisione che in prospettiva ha aumentato la credibilità del *brand* Aramco presso la comunità finanziaria internazionale.

Nonostante questi ostacoli, l'operazione Aramco ha segnato risultati importanti sul fronte del soft power, consentendo al principe Mohammed bin Salman di presentarsi come leader riformatore e orientato al mercato, guadagnando una sorta di *dividendo di reputazione*. Coinvolgere investitori esteri – come vedremo – ha creato anche una rete di relazioni economiche internazionali che può tradursi in maggiore influenza geopolitica per Riyadh, secondo i principi della “*interdipendenza economica*” (Nye, 2004): più soggetti globali detengono quote di Aramco, più avranno interesse

---

<sup>60</sup> Alhussein, *Vision 2030 and the Saudi Economy*.

<sup>61</sup> VCCircle, “Saudi Aramco Raises \$25.6 Bn,” 2019.

nella stabilità e prosperità dell'Arabia Saudita. In sintesi, l'IPO di Saudi Aramco ha avuto una forte valenza sia interna (reperire capitali per diversificare l'economia, inaugurando una nuova era di riforme) sia esterna (rilanciare l'immagine internazionale del Regno e aumentare la sua rilevanza nei network finanziari globali).

Questo duplice obiettivo – diversificazione economica e branding internazionale – riflette la natura “ibrida” dell'operazione, a cavallo tra economia e geopolitica, profitto e prestigio. Nel panorama delle strategie di sviluppo dei paesi ricchi di risorse, il caso Aramco appare dunque peculiare, in quanto costituisce un tentativo di trasformare la rendita petrolifera in leva di cambiamento, utilizzando il mercato azionario globale non solo come fonte di capitali, ma anche come palcoscenico diplomatico.

### **2.1.1 Attrazione di capitali e rafforzamento del ruolo saudita nei mercati globali**

Un aspetto cruciale dell'IPO Aramco è stata la capacità – attuale e potenziale – di attrarre capitali verso l'Arabia Saudita e di ridefinire il peso del Paese nei mercati finanziari internazionali. Sebbene l'offerta sia avvenuta principalmente sul mercato locale (Tadawul) e sia stata sottoscritta in larga parte da investitori domestici e del Golfo, l'impatto sul sistema finanziario saudita e regionale è stato enorme ed ha permesso di gettare le basi per un crescente coinvolgimento degli investitori globali negli anni successivi. Innanzitutto, la quotazione di Aramco ha trasformato la Borsa saudita per dimensioni e rilevanza. L'inclusione di una compagnia dal valore di quasi \$1,7 trilioni ha fatto balzare la capitalizzazione complessiva del mercato azionario saudita di circa il 370%, proiettando Tadawul tra le maggiori borse mondiali.

Dopo l'IPO, il mercato saudita è passato dal rango di piazza emergente relativamente secondaria ad essere la 7<sup>a</sup> Borsa al mondo per capitalizzazione, superando mercati avanzati come Canada, Germania e India. Secondo stime riportate dalla stampa finanziaria, l'operazione Aramco ha portato il valore del listino saudita attorno ai 2,5-2,6 trilioni di dollari, posizionandolo appena dietro le principali borse occidentali e cinesi<sup>62</sup>. Conferme di questo salto dimensionale sono giunte anche a distanza di qualche anno. A fine 2024 il presidente della Capital Market Authority saudita ha ribadito che il mercato azionario del Regno, che all'inizio di Vision 2030 era intorno al 25° posto

---

<sup>62</sup> LOGIC Consulting. *Saudi Arabia Is Dominating the MENA IPO Market*. LOGIC Consulting, 2023. <https://logic-consulting.com/wp-content/uploads/pdf/Saudi-Arabia-Is-Dominating-MENA-IPO-Market.pdf>

globale, ora “*si colloca come il settimo più grande al mondo*”<sup>63</sup>. Ciò significa che la Tadawul è diventata un attore di primo piano nei portafogli emergenti: ad esempio, l’indice MSCI Emerging Markets ha dovuto includere l’Arabia Saudita, promossa da *frontier market* a *emerging market* nel 2019, e ponderare Aramco, catalizzando flussi passivi significativi.

L’ingresso di Aramco nell’MSCI EM Index e in altri indici globali ha comportato afflussi da parte di fondi indicizzati e ETF, incrementando ulteriormente la presenza di capitali esteri nel mercato saudita. Questo ingresso nei benchmark internazionali non solo ha apportato liquidità, ma anche una disciplina di mercato, nella considerazione che l’Arabia Saudita è ora più “sorvegliata” dagli investitori globali e deve mantenere standard normativi e di governance all’altezza di un mercato di rilevanza mondiale.

Un altro canale di rafforzamento del ruolo saudita è stato il coinvolgimento, seppur inizialmente limitato, degli investitori stranieri nell’operazione e la costruzione di partnership strategiche. Durante la fase di pre-marketing dell’IPO, le autorità saudite hanno attivamente cercato l’adesione di fondi sovrani amici e grandi investitori internazionali. Allied countries del Golfo come Emirati Arabi e Kuwait, ma anche potenze come la Cina e la Russia, sono state invitate a partecipare in qualità di investitori di riferimento. Ad esempio, fonti riportano che il fondo sovrano di Abu Dhabi (Mubadala) e quello kuwaitiano (KIA) hanno espresso interesse verso la sollecitazione saudita, così come il China Investment Corporation e il fondo russo RDIF.

L’idea era di consolidare legami bilaterali attraverso la coesione azionaria: se fondi di paesi partner detengono quote di Aramco, si creano incentivi economici alla cooperazione di lungo periodo e al sostegno reciproco. Questo approccio ricorda quanto avvenuto in precedenti IPO di oil major statali, come la russa Rosneft nel 2006, quando BP (britannica), Petronas (malaysiana) e il consorzio CNPC (cinese) investirono nell’offerta, cementando partnership con Mosca<sup>64</sup>.

Nel caso Aramco, le trattative internazionali hanno prodotto risultati parziali, poichè la maggior parte dei capitali è giunta da investitori sauditi, inclusi enti pubblici, famiglie facoltose e circa 5 milioni di piccoli risparmiatori locali e del Gulf Cooperation Council (GCC), mentre i grandi fondi globali hanno partecipato solo marginalmente nell’IPO iniziale<sup>65</sup>.

Le cause, come accennato, risiedono nelle perplessità su valutazione, governance e rischi ESG. Di conseguenza, per coprire il book di offerta, il governo saudita ha fatto ricorso principalmente al

---

<sup>63</sup> Arab News. “Saudi Arabia Emerges as Regional Economic Powerhouse, Fueled by Vision 2030 and Aramco's Global Strategy.” *Arab News*, November 20, 2023. <https://www.arabnews.com/node/2573370/business-economy>

<sup>64</sup> Radio Free Europe / Radio Liberty. “Saudi Arabia: Oil’s Crucial Role in Foreign Policy.” *RFE/RL*, August 15, 2006. Accessed April 23, 2025. <https://www.rferl.org/a/1069960.html>

<sup>65</sup> VCCircle, “Saudi Aramco Raises \$25.6 Bn,” 2019.

*patriottismo economico interno*: banche locali, fondi pensione e privati cittadini sauditi hanno sottoscritto massicciamente le azioni, anche grazie a linee di credito facilitate messe a disposizione dallo Stato. Questa nazionalizzazione della domanda ha funzionato, ma ha limitato l'effetto immediato di afflusso di capitali freschi dall'estero, con appena il 23% degli ordini dell'IPO proveniente da investitori stranieri.

Nel medio termine, però, l'operazione ha aperto la strada ad una progressiva maggiore partecipazione estera. Nel 2022-2023, Aramco e il governo saudita hanno effettuato ulteriori collocamenti (vendite secondarie di quote) con l'obiettivo di aumentare il flottante e reperire nuovi fondi per il PIF. In particolare, nel 2023 è stata venduta sul mercato locale un'ulteriore tranche di circa l'1% di Aramco, per un valore di circa 4 miliardi di dollari e nel 2024 un nuovo collocamento da circa \$11,2 miliardi.

Quest'ultima operazione rappresenta un interessante punto di svolta, poichè oltre la metà delle azioni offerte in vendita è stata allocata a investitori esteri, con ordini multipli provenienti da Stati Uniti, Regno Unito, Asia (Hong Kong, Giappone).

In totale l'offerta 2024 ha raccolto domanda per oltre \$65 miliardi, aggiungendo circa 120 nuovi investitori internazionali nel capitale di Aramco. Questo indica che, col tempo, l'appeal di Aramco sul mercato globale è aumentato, complici anche quotazioni petrolifere favorevoli e la consolidata performance della società, con dividendi elevati e stabili nel tempo. L'Arabia Saudita sta quindi gradualmente internazionalizzando la base azionaria di Aramco, sebbene abbia adottato un atteggiamento prudentiale. Dal 5% inizialmente ipotizzato nel 2016 si è passati a circa 2-3% del capitale sul mercato, sommando IPO e vendite successive, pur con l'obiettivo di lungo termine del principe Mohammed bin Salman di arrivare a collocarne attorno al 5% per raccogliere complessivamente i \$100 miliardi inizialmente stimati da destinare al PIF.

La capacità di attrarre capitali si manifesta anche attraverso gli strumenti obbligazionari e di debito: l'IPO ha aumentato la trasparenza e il rating di Aramco, consentendole di emettere bond sui mercati internazionali con forte domanda, come i \$12 miliardi di bond emessi da Aramco nel 2019, con oversubscribed ~10x. Questo canale consente la diversificazione delle fonti di finanziamento per l'azienda e per l'Arabia Saudita, collegando ulteriormente il sistema finanziario saudita a quello globale.

Inoltre, il successo di Aramco ha fatto da traino per un'ondata di nuove IPO e privatizzazioni nel Regno; infatti dopo il 2019, la Saudi Exchange ha visto aumentare le quotazioni domestiche, mentre il governo ha annunciato piani per quotare altre imprese statali, come ad esempio parti di Saudi

Telecom, Saudi Electricity, ecc. e sostenere le PMI nell'accesso al mercato dei capitali<sup>66</sup>. Questa *pipeline* di IPO fa parte degli sforzi per trasformare Riyad in un hub finanziario regionale competitivo, in concorrenza con Dubai e altre piazze del Golfo.

Dal punto di vista geopolitico, l'attrazione di investimenti verso Aramco si inserisce nella più ampia competizione regionale per capitali e influenza economica. Gli Emirati Arabi Uniti e il Qatar da anni perseguono strategie analoghe di diversificazione e promozione dell'immagine ed in tale ottica si vanno visti importanti eventi come *Expo 2020 Dubai* ed i Mondiali di calcio del Qatar del 2022.

Con l'IPO di Aramco, l'Arabia Saudita ha lanciato il guanto di sfida, rivendicando la leadership economica nell'area MENA, attraverso l'ottenuta visibilità finanziaria senza precedenti. Tale visibilità si traduce anche in un maggiore peso negoziale di Riyad nei forum internazionali, dal momento che un Regno percepito come *economicamente riformatore e aperto* può esercitare più influenza diplomatica ed attrarre con maggior facilità investitori e partner commerciali. In sostanza, l'effetto combinato di essere sede della maggiore IPO mondiale e di aver potenziato la propria Borsa ai vertici globali, conferisce all'Arabia Saudita un nuovo status di potenza finanziaria emergente, oltre che energetica.

Ciò le permette di dialogare con i grandi investitori istituzionali (fondi pensione, asset manager globali) e con altri fondi sovrani da una posizione di forza e reciproco interesse. Basti pensare che oggi Aramco, pur ancora controllata al circa 90% dallo Stato, deve rendere conto anche ad azionisti privati, molti dei quali internazionali, instaurando una dinamica inedita di accountability. Da non trascurare, infine, è l'aspetto dei flussi di capitale intra-regionali e globali.

L'IPO Aramco ha di fatto favorito un *riequilibrio* nei flussi finanziari: invece di vedere esclusivamente petrodollari sauditi investiti all'estero, si è assistito a un ritorno di capitali verso il Golfo. Investitori del Medio Oriente hanno spostato fondi su Aramco e, col tempo, investitori occidentali e asiatici hanno fatto altrettanto, aumentando la quota di portafoglio dedicata all'Arabia Saudita.

Nel 2023, i mercati del Medio Oriente hanno raccolto complessivamente 21,9 miliardi di dollari in IPO (più della metà del totale IPO dell'area EMEA), segnalando come la regione stia emergendo quale magnete per investitori, in parte grazie al segnale di fiducia fornito dall'operazione Aramco. Emblematico è il caso della recente IPO di ADNOC Gas ad Abu Dhabi, del marzo 2023, che ha permesso di raccogliere \$2,5 miliardi, con una domanda record di \$124 miliardi, superando perfino

---

<sup>66</sup> Arab News, "Saudi Arabia Emerges as Economic Powerhouse," 2023.

l'entusiasmo registrato per Aramco nel 2019. Questa tendenza suggerisce che l'onda lunga iniziata con Aramco sta rafforzando i mercati del Golfo nel loro insieme, rendendoli destinatari di maggiori flussi e integrandoli maggiormente nei circuiti finanziari globali.

### 2.1.2 Confronto con altre IPO strategiche di compagnie petrolifere statali

Per contestualizzare l'IPO di Saudi Aramco, è utile operare un confronto con altri casi in cui diverse *national oil companies* (NOC) hanno intrapreso collocamenti azionari di portata strategica. Tre esempi emblematici sono Petrobras (Brasile), Rosneft (Russia) e ADNOC (Abu Dhabi, EAU), che presentano analogie e differenze interessanti rispetto al caso saudita in termini di motivazioni, dimensioni, partecipazione di investitori esteri ed effetti economici.

**Petrobras (2010):** nel settembre 2010 la compagnia petrolifera brasiliana Petrobras realizzò quello che all'epoca fu definito "*il più grande collocamento azionario di sempre*", raccogliendo circa 70 miliardi di dollari. Si trattò tecnicamente di un'offerta secondaria, dato che Petrobras era già quotata, ma di dimensioni eccezionali e con una forte regia statale. L'operazione era finalizzata a finanziare il colossale piano di investimenti, pari 224 miliardi di dollari in 5 anni, per sfruttare le nuove scoperte di petrolio *pre-salt* nell'Atlantico.

La struttura dell'offerta fu particolare: circa \$27 miliardi in cash raccolti sul mercato, provenienti da investitori privati, tra cui molti internazionali e \$43 miliardi conferiti dallo Stato sotto forma di riserve petrolifere (diritti su 5 miliardi di barili) in cambio di nuove azioni. In pratica, il governo brasiliano aumentò la propria partecipazione in Petrobras, scambiando risorse del sottosuolo per equity, con l'obiettivo di mantenere il controllo pubblico sulla compagnia, pur raccogliendo capitale. L'offerta fu accolta da una domanda elevata e diversificata, con sottoscrizioni da parte di investitori istituzionali di ogni tipo, dai fondi comuni USA ai fondi sovrani mediorientali. Il presidente Lula presentò l'operazione come un successo nazionale, capace di proiettare il Brasile tra i giganti dell'energia e di fornire risorse per lo sviluppo economico ("un nuovo capitolo nello sviluppo del Brasile" disse Lula).

In termini di branding, quindi, Petrobras 2010 servì a rafforzare l'orgoglio e la credibilità del Brasile come potenza emergente. Gli effetti sul mercato finanziario locale furono immediati: l'afflusso di capitali esteri apprezzò il real brasiliano e alimentò liquidità a Bovespa<sup>67</sup>. Tuttavia, a differenza di Aramco, l'operazione Petrobras aumentò il peso dello Stato nella società, grazie

---

<sup>67</sup>Reuters. "Brazil Basks in Record Petrobras Deal." *Reuters.com*, September 15, 2010. <https://www.reuters.com/article/world/americas/brazil-basks-in-record-petrobras-deal-idUSTRE68N0BV>

all'apporto in natura di greggio, suscitando qualche perplessità tra gli azionisti di minoranza in merito alla diluizione ed il prezzo di conferimento del petrolio. Inoltre, negli anni successivi, Petrobras dovette affrontare sfide dovute al calo del prezzo del petrolio e a problemi di governance (scandalo "Lava Jato"), che ne indebolirono il valore e resero meno brillante l'esito dell'operazione.

In sintesi, Petrobras 2010 fu un caso di raccolta record orientata a potenziare ancora il core business petrolifero, più che a diversificare l'economia brasiliana, con forte partecipazione internazionale e impatto sul posizionamento geopolitico del Brasile, ma anche con rischi di esagerato intervento statale che si sono poi manifestati.

**Rosneft (2006):** l'IPO di Rosneft, colosso petrolifero russo, avvenne in luglio 2006, in un momento delicato per la Russia post-Yukos. Rosneft collocò azioni sia sulla borsa di Mosca che sulla borsa di Londra (LSE), raccogliendo circa \$10,4 miliardi, ritenuta all'epoca la quinta IPO più grande al mondo e la maggiore di sempre in Russia<sup>68</sup>.

L'operazione aveva molteplici scopi: da un lato, reperire fondi per ripagare i debiti contratti da Rosneft per acquisire gli asset di Yukos, ex compagnia di Khodorkovsky smantellata dallo Stato; dall'altro, legittimare sul piano internazionale la nuova Rosneft post-Yukos, coinvolgendo investitori stranieri di prestigio nonostante le controversie legali, avviate da Yukos che tentò di bloccare l'IPO, denunciando la vendita di beni confiscati, ma senza successo. In termini di capitali attratti, l'IPO Rosneft fu caratterizzata da una robusta partecipazione di investitori strategici esteri, tra cui il governo cinese, che attraverso CNPC, acquistò una quota da 500 milioni di dollari, pur avendone richiesti 3 miliardi, segno di forte interesse, il gigante britannico BP, che sottoscrisse circa \$1 miliardo, entrando nel capitale; analogamente il fondo malaysiano Petronas e altri investirono somme rilevanti<sup>69</sup>.

Queste adesioni di *oil majors* e fondi sovrani stranieri furono presentate da Mosca come una conferma di fiducia nella compagnia e nell'oil sector russo, nonostante i timori etici e legali espressi da alcuni, come il finanziere George Soros che definì l'IPO Rosneft "problematica" sul FT, e il fondo Temasek di Singapore che decise di non partecipare, giudicando il titolo sopravvalutato.

L'esito comunque fu positivo, con un'alta domanda internazionale (pochi precedenti per accesso al settore oil russo), una quotazione stabile e Rosneft valutata circa \$80 miliardi di market cap. In chiave geopolitica, l'IPO consolidò i legami Russia-Cina nel settore energetico, che vide Pechino diventare azionista, assicurandosi anche forniture di greggio e sancendo la collaborazione con

---

<sup>68</sup> RFE/RL, "Oil's Crucial Role in Foreign Policy," 2006.

<sup>69</sup> MarketWatch. "Rosneft Raises \$10.4 Billion in World's Fifth-Largest IPO." *MarketWatch.com*, July 18, 2006. <https://www.marketwatch.com/story/rosneft-raises-104-billion-in-worlds-fifth-largest-ipo>

British Petroleum, che qualche anno dopo sfociò in joint venture con Rosneft stessa. Un parallelo con Aramco è la ricerca di “*endorsement*” da parte di investitori esteri amici per compensare i rischi percepiti: la Russia ottenne il placet di stati e compagnie partner, così come l’Arabia Saudita ha coinvolto, pur in misura minore, attori di paesi alleati (ad esempio fondi di UAE e Kuwait).

Un’altra somiglianza è l’uso dell’IPO come strumento di *statecraft*: Vladimir Putin, come il principe saudita Mohammed bin Salman, sfruttò la quotazione di un asset strategico per rafforzare il potere economico statale, dato che Rosneft rimase controllata dal governo tramite Rosneftgaz e per inviare un messaggio di apertura controllata ai mercati globali.

Ovviamente differiscono il contesto, sia perché l’economia russa nel 2006 era in forte crescita con mercati emergenti e prezzi del petrolio alti, sia per le dimensioni relative, dato che Rosneft quotò circa il 15%, raccogliendo 10 mld di dollari, mentre, Aramco ha quotato il 1,5% per 25 mld di dollari. Ma entrambi i casi mostrano come una NOC possa essere usata come strumento geopolitico e finanziario allo stesso tempo, intrecciando considerazioni di bilancio statale, di alleanze internazionali e di immagine.

**ADNOC (2017-2023)**: la strategia di Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) offre un caso di studio diverso, in quanto invece di operare una singola IPO di grandi dimensioni, ha seguito un processo graduale di aperture di capitale su più *business unit*. Infatti, a partire dal 2017, ADNOC ha parzialmente quotato alcune sue controllate, ADNOC Distribution (retail carburanti) nel 2017 con un collocamento di circa \$851 milioni, pari al 10% del capitale, ADNOC Drilling nel 2021, con circa \$1,1 miliardi raccolti e, soprattutto, ADNOC Gas nel marzo 2023, con un’IPO dal valore di \$2,5 miliardi per il 5% della società.

Quest’ultima operazione, sebbene più piccola in assoluto rispetto ad Aramco, ha registrato un interesse impressionante, con una domanda degli investitori che ha raggiunto i \$124 miliardi, superando persino il libro ordini di Aramco del 2019. Ciò ha reso ADNOC Gas l’IPO con la più alta domanda di sempre nella regione MENA, segnalando quanto i mercati del Golfo siano capaci di attrarre afflussi di capitale di entità paragonabile ai mercati occidentali.

Le ragioni del successo delle operazioni di ADNOC risiedono in parte nel sentiero tracciato da Aramco, che ha portato gli investitori globali, vedendo la tenuta delle aziende petrolifere del Golfo e la stabilità dei loro dividendi, ad inserirle progressivamente nei propri portafogli.

Inoltre, Abu Dhabi ha strutturato le offerte in modo da includere investitori di riferimento (*cornerstone investors* come fondi pensione locali, fondi sovrani emiratini, etc.) per garantire il successo. In termini di branding internazionale, ADNOC, pur non avendo fatto una singola IPO

“monstre”, ha trasmesso al mondo finanziario internazionale l’immagine di una compagnia innovativa e aperta, ottenendo come conseguenza un aumento costante della partecipazione estera nelle successive tranche di vendita, indice di fiducia dei mercati.

Va notato anche che Abu Dhabi ha sfruttato le IPO per evidenziare i propri sforzi in direzione di un’energia a minore intensità di carbonio, come nel caso di ADNOC Gas, in cui si è sottolineata l’efficienza e il ruolo del gas naturale nella transizione, inserendo il discorso in un quadro di sostenibilità. Se confrontata con Aramco, la strategia ADNOC appare più graduale e focalizzata su singoli segmenti (downstream, drilling, gas) anziché sull’intero conglomerato, forse per evitare di mettere sul mercato una valutazione aggregata troppo elevata in una volta sola.

Entrambe però condividono l’obiettivo di monetizzare una parte degli asset petroliferi per reinvestire i proventi in piani di crescita e diversificazione: i fondi raccolti da ADNOC vengono spesso riciclati in nuovi progetti, quali espansione petrochimica, energie rinnovabili tramite Masdar, ecc., analogamente a quanto il PIF fa con i fondi Aramco.

Inoltre, sia Aramco che ADNOC, pur con modalità diverse, hanno incrementato la capitalizzazione delle borse locali, rispettivamente Tadawul e Abu Dhabi Securities Exchange, innalzandole nei ranking globali e attirando attenzione internazionale sull’intera regione GCC.

In sintesi, il confronto tra queste esperienze evidenzia che l’IPO di Saudi Aramco si colloca in un quadro di più ampia di apertura controllata di compagnie petrolifere statali al capitale di mercato, volta a perseguire obiettivi sia economici che politici. Petrobras mostra come un collocamento record possa finanziare ambizioni industriali nazionali e alimentare il prestigio del paese, pur considerando il rischio di ingerenze statali che penalizzano gli azionisti di minoranza.

Rosneft pone l’accento dell’uso dell’IPO per sancire nuovi equilibri geopolitici e attrarre partner strategici internazionali, nonostante controversie legali e reputazionali. ADNOC, infine, suggerisce un approccio modulare e orientato al mercato, che beneficiando del *momentum* creato da Aramco, punta a far emergere il Golfo Persico come nuova frontiera degli investimenti energetici quotati, anche in vista di un futuro di transizione energetica in cui queste compagnie dovranno evolvere.

L’IPO di Aramco, per la sua ampiezza e risonanza, rimane comunque un unicum, in quanto essa incarna la volontà di un paese di trasformare il proprio ruolo nell’economia globale, passando da semplice fornitore di petrolio ad attore finanziario di primo piano, capace di dialogare con Wall Street e allo stesso tempo con Pechino o Mosca sul terreno degli affari.

### 2.1.3 Considerazioni sull'IPO

L'IPO di Saudi Aramco ha rappresentato un punto di svolta storico per l'Arabia Saudita, con effetti che trascendono la sola sfera finanziaria, estendendosi alla strategia economica nazionale ed alle relazioni internazionali. Da un lato, l'operazione ha fornito al Regno una leva finanziaria senza precedenti per alimentare il programma di diversificazione di Vision 2030, convertendo una piccola porzione della ricchezza petrolifera in capitale da investire nel futuro post-oil. Dall'altro, ha fatto da vetrina globale per rifocalizzare il *brand* Arabia Saudita, inteso non più (o non solo) come regno del petrolio tradizionale, ma anche come una nazione in grado di compiere riforme economiche ardite e di sedersi al tavolo dei grandi mercati mondiali.

I due aspetti, quello della diversificazione economica e quello del rafforzamento del ruolo globale, si sono alimentati reciprocamente. L'aumento di credibilità e trasparenza derivante dalla quotazione ha avvicinato gli investitori stranieri, integrandoli gradualmente nel progetto saudita, come testimoniato dai collocamenti successivi che hanno visto una maggiore e più massiccia partecipazione estera.

Al contempo, la visibilità internazionale ottenuta ha conferito a Riyadh un maggiore peso negoziale, a supporto dell'azione diplomatica e delle partnership economiche. Naturalmente, la strada non è priva di sfide e di difficoltà. La capacità del PIF di impiegare efficacemente i fondi Aramco sarà determinante per il successo di Vision 2030, poiché gli investimenti produttivi e le riforme strutturali dovranno accompagnare la disponibilità di capitale, con il rischio di trasformare l'IPO in un'occasione sprecata se ciò non si dovesse realizzare.

Sul fronte degli investitori globali, permangono preoccupazioni legate ai criteri ESG (ambiente, sociale, governance), dove in un'epoca di transizione energetica, alcuni potrebbero vedere Aramco come un *asset stranded* nel lungo termine, frenando la completa internazionalizzazione dell'azionariato.

Nonostante ciò, Aramco ha mostrato capacità di resilienza e di generare profitto anche in scenari difficili, come nel 2020, quando ha mantenuto dividendi elevati pur tra prezzi petroliferi negativi, il che la rende ancora attrattiva. In definitiva, l'IPO di Aramco può essere interpretata come il tentativo più audace finora operato da parte di un petro-Stato di riscrivere il proprio destino economico, sfruttando mercati e capitali globali. Se l'Arabia Saudita riuscirà a tradurre i proventi finanziari in crescita sostenibile ed innovazione, e se saprà mantenere la fiducia degli investitori, bilanciando gli interessi dello Stato con quelli del mercato, allora questa operazione verrà ricordata come un case study di successo nei libri di economia e finanza. Se ciò non fosse, rimarrà un severo monito sulla

complessità di riuscire a conciliare obiettivi politici di lungo termine con le logiche di breve termine dei mercati finanziari. Per ora, Aramco ha già conseguito il risultato tangibile di aver orientato i riflettori finanziari su Riyadh, ancorando il futuro dell'Arabia Saudita in misura maggiore ai flussi del capitale globale, segnando, così, l'inizio di una nuova era economica per il Regno del deserto.

## **2.2 Allocazione del capitale post-IPO e investimenti nella transizione: il caso di Saudi Aramco**

### **2.2.1 Utilizzo dei capitali raccolti e strategia finanziaria post-IPO**

Una volta completata l'IPO, una domanda centrale cui rispondere è quella di come sono stati allocati i capitali associati a questa operazione e, in generale, quali scelte finanziarie ha compiuto Aramco nel periodo 2019-2024. Va ribadito che la maggior parte dei circa \$29 miliardi raccolti è affluita all'azionista venditore PIF e, quindi, non direttamente nelle casse di Aramco per nuovi investimenti industriali. Tuttavia, indirettamente, Aramco ha avuto un ruolo chiave nel trasferire enormi risorse finanziarie allo Stato/PIF anche dopo l'IPO, tramite politiche di distribuzione degli utili e di operazioni straordinarie, quali:

- dividendi straordinariamente elevati: in sede di IPO, Aramco ha assicurato agli investitori un dividendo annuo di almeno \$75 miliardi per i primi anni<sup>70</sup>, costituente un importo senza pari a livello globale, sostenuto in primis dall'azionista pubblico. Questo impegno è stato mantenuto. Nel 2020, nonostante il crollo del prezzo del petrolio dovuto alla pandemia, Aramco ha pagato \$75 miliardi di dividendi totali, attingendo anche alla liquidità e indebitandosi moderatamente, pur di non tagliare la cedola<sup>71</sup>. Nel 2021 e 2022, con la ripresa dei prezzi petroliferi, il dividendo è rimasto a \$75 mld, in parte incrementato da distribuzioni bonus di azioni, rappresentando circa il 100% dell'utile netto del 2019 ed ancora circa il 50% dell'utile record del 2022, quando l'utile netto ha toccato \$161 mld. La *quasi totalità* di questi dividendi affluisce nelle casse del governo saudita, che tuttora controlla oltre il 90% delle azioni, costituendo una fonte primaria di entrate per il bilancio statale e per il PIF. Di

---

<sup>70</sup> Saudi Aramco. *Annual Report 2022*. Dhahran: Saudi Aramco, 2023. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/annual-reports/saudi-aramco-ara-2022-english.pdf>

<sup>71</sup> Al Jazeera. "Saudi Oil Giant Aramco to Cut Back Spending after 2020 Profit Dip." *Al Jazeera*, March 21, 2021. <https://www.aljazeera.com/economy/2021/3/21/saudi-oil-giant-aramco-to-cut-back-spending-after-2020-profit-dip>

fatto, si può dire che l'IPO abbia “spostato” una parte dei flussi di cassa di Aramco dalla reinvenzione interna all'azienda verso il bilancio pubblico, considerando che nel 2022 Aramco ha versato complessivamente \$226 miliardi allo Stato tra tasse, royalties e dividendi<sup>72</sup>, fungendo da volano finanziario per i piani governativi;

- acquisizione di SABIC (settore petrolchimico): un utilizzo sostanziale di capitale post-IPO è stato l'acquisto, annunciato nel 2019 e perfezionato nel giugno 2020, del 70% di SABIC (Saudi Basic Industries Corp.), gigante saudita della chimica, precedentemente anch'esso controllato dal PIF. L'operazione, del valore di \$69,1 miliardi, è stata strutturata in modo da dilazionare il pagamento fino al 2028, attraverso rate e prestiti seller-loan<sup>73</sup>, date le difficoltà sopravvenute con la pandemia ed il calo petrolifero del 2020. Ciò nonostante, essa ha rappresentato un trasferimento enorme di risorse da Aramco al PIF, quale venditore della quota SABIC, in linea con la strategia di quest'ultimo di ottenere liquidità per investimenti diversificati. Dal punto di vista industriale, l'acquisizione SABIC ha permesso ad Aramco di accelerare la propria espansione downstream (raffinazione e chimica), integrando la filiera petrolifera verso prodotti a maggior valore aggiunto e preparando il gruppo a un futuro di maggiore peso dei petrochemicals rispetto ai combustibili<sup>74</sup>. Con tale operazione, Aramco è diventata uno dei maggiori produttori mondiali di prodotti chimici e materie plastiche, rafforzando la resilienza del cash flow con business meno ciclici del greggio. Si può interpretare questa mossa come parte della “transizione” interna di Aramco, mirata a diversificare le fonti di ricavo, usando il petrolio non solo come combustibile, ma come *feedstock* per materiali, coerentemente con l'idea di estrarre valore dal barile anche in un futuro di domanda stagnante di combustibili fossili;

---

<sup>72</sup> Saudi Aramco, Annual Report 2022.

<sup>73</sup> Kemp, Emma. “Saudi Aramco Completes SABIC Deal, Extends Payment Window amid Oil Hit.” *CNBC*, June 17, 2020. <https://www.cnn.com/2020/06/17/saudi-aramco-completes-sabic-deal-extends-payment-window-amid-oil-hit.html>

<sup>74</sup> Krane, Jim. *The Saudi Aramco–SABIC Merger: How Acquiring SABIC Fits into Aramco’s Long-Term Diversification Strategy*. Atlantic Council, April 2021. <https://www.atlanticcouncil.org/in-depth-research-reports/issue-brief/the-saudi-aramco-sabic-merger-how-acquiring-sabic-fits-into-aramcos-long-term-diversification-strategy/>

- aumenti di spesa in conto capitale (CAPEX): parallelamente, Aramco ha lanciato il più grande programma di investimenti della sua storia post-IPO. Il piano prevede di incrementare la capacità massima produttiva di petrolio da 12 a 13 milioni di barili/giorno entro il 2027 e di espandere significativamente la produzione di gas naturale nei prossimi anni. La società è passata da \$32 miliardi di capex nel 2019 a \$37,6 mld nel 2022, e \$45-55 mld nel 2023 <sup>75</sup>. Questi investimenti servono in gran parte a sviluppare nuovi giacimenti e mantenere la capacità (progetti offshore come Marjan e Berri, maxi-gassificatore Jafurah, etc.), confermando l'intenzione di Aramco di sostenere la leadership nei mercati oil & gas per i decenni a venire. L'IPO ha indirettamente facilitato tale espansione, fornendo accesso ai mercati dei capitali internazionali, con Aramco che ha emesso bond internazionali (es. \$8 mld nel 2019) e attuato operazioni di monetizzazione di asset, come la vendita di quote di minoranza delle proprie pipeline petrolifere e gasifere per circa \$12,4 mld nel 2021 e circa \$15,5 mld nel 2022 <sup>76</sup>. Queste dismissioni hanno liberato liquidità aggiuntiva, migliorando la flessibilità finanziaria senza intaccare la proprietà delle infrastrutture chiave, dato che la società mantiene il 51% della proprietà delle pipeline ed il loro controllo operativo <sup>77</sup>. Complessivamente, nel periodo 2020-2022 Aramco ha potuto aumentare il capex annuo di una quota superiore al 50%, autofinanziandolo in larga parte con il robusto cash flow operativo, sostenuto dai prezzi petroliferi del periodo 2021-22 .

In conclusione, nonostante la quotazione, Aramco ha continuato a fungere principalmente da “macchina da cash-flow” per il governo saudita, distribuendo dividendi colossali, in grado di alimentare il PIF e il budget statale, e sostenendo le strategie nazionali, acquisendo asset dal PIF come SABIC e finanziando progetti domestici. Allo stesso tempo, ha perseguito una strategia di crescita convenzionale nel core business, attraverso l'espansione oil & gas a lungo termine,

---

<sup>75</sup>The Nation Thailand. “Saudi Arabia Seeks to Cement Role as Oil Market Stabilizer.” *The Nation Thailand*, October 4, 2023. <https://www.nationthailand.com/world/middle-east-africa/40025641>

<sup>76</sup> Al Jazeera. “Saudi Aramco Closes \$15.5BN BlackRock-Led Gas Pipeline Deal.” *Al Jazeera*, February 23, 2022. <https://www.aljazeera.com/economy/2022/2/23/saudi-aramco-closes-15-5bn-blackrock-led-gas-pipeline-deal>

<sup>77</sup> Reuters. “Aramco Signs \$12.4 Bln Pipeline Deal with EIG-Led Consortium.” *Reuters.com*, April 9, 2021. <https://www.reuters.com/business/energy/aramco-signs-124-bln-pipeline-deal-with-eig-led-consortium-2021-04-09>

destinando ad investimenti in attività a basso carbonio solo una frazione marginale delle risorse, che, come si vedrà, è uno dei punti critici nel valutare la reale “transizione” dell’azienda.

## **2.2.2 Investimenti di Aramco nella transizione energetica**

A fronte delle dichiarazioni strategiche sull’allineamento a Vision 2030 e sulle ambizioni di sostenibilità, quanto ha investito e/o sta effettivamente investendo Aramco nella transizione energetica? Al fine di trovare una compiuta risposta a tale domanda, in questa parte dell’elaborato verranno esaminate le iniziative intraprese dall’IPO in poi nell’ambito delle energie rinnovabili e idrogeno, delle tecnologie di decarbonizzazione (Carbon Capture, Utilization and Storage – CCS/U, economia circolare del carbonio) e dell’efficienza energetica operativa ed innovazione tecnologica a basse emissioni.

### **2.2.2.1 Energie rinnovabili e idrogeno**

Aramco storicamente non era attiva nelle energie rinnovabili, demandando al governo e al PIF il ruolo di sviluppare progetti solari ed eolici nel Regno saudita. Dopo l’IPO, tuttavia, la società ha iniziato a partecipare ad alcuni progetti in tema di energie rinnovabili su larga scala in qualità di investitore e off-taker del settore. In particolare, Aramco, tramite la controllata SAPCO (Saudi Aramco Power Co.) si è unita a consorzi guidati dal PIF e da ACWA Power per sviluppare impianti fotovoltaici di grande taglia nel contesto del *National Renewable Energy Program*.

Nel 2021 ha annunciato la partecipazione al progetto Sudair PV da 1,5 GW (nella regione di Riyadh), uno dei più grandi impianti solari del Medio Oriente, il cui consorzio vede la partecipazione di PIF al 30%, ACWA al 35% e Aramco al 35% <sup>78</sup>.

L’impianto Sudair ha raggiunto la piena operatività commerciale a inizio 2024, fornendo energia rinnovabile che Aramco potrà utilizzare anche per alimentare proprie installazioni tramite certificati verdi (Renewable Energy Certificates). Nel 2022 Aramco ha siglato accordi per investire in altri due progetti solari fotovoltaici ad Al Shuaibah (2,7 GW complessivi) in joint venture con PIF/ACWA, attesi in esercizio nel 2025. Questi investimenti contribuiscono all’obiettivo aziendale dichiarato di raggiungere 12 GW di capacità rinnovabile installata entro il 2030, tra energia solare ed eolico. Pur modesto rispetto alle major occidentali, il raggiungimento di tale target segnala un impegno decisamente nuovo per Aramco, che contestualmente sta esplorando anche risorse

---

<sup>78</sup> Saudi Aramco. *Climate Change and the Energy Transition: Sustainability Report 2023*. Dhahran: Saudi Aramco, 2024. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/sustainability-reports/report-2023/english/2023-climate-change-and-the-energy-transition-en.pdf>

geotermiche, attraverso l'individuazione di 3 promettenti aree nella costa ovest saudita <sup>79</sup>. In ambito idrogeno, Aramco vede un'opportunità di lungo termine soprattutto nel *blue hydrogen* (idrogeno da gas con CCS) a supporto della “circular carbon economy” saudita. Nel 2020 l'azienda ha effettuato, in partnership con il Ministero giapponese e SABIC, la prima spedizione al mondo di ammoniaca blu (idrogeno da fonti fossili con CO<sub>2</sub> catturata) verso il Giappone: 40 tonnellate di NH<sub>3</sub> prodotte dal gas saudita con 30 ton di CO<sub>2</sub> catturate e utilizzate in impianti SABIC e altre 20 ton iniettate per EOR a Uthmaniyah <sup>80</sup>.

Questa dimostrazione ha aperto la strada a future esportazioni di combustibili a basso contenuto carbonico. Aramco sta investendo in ricerca per abbattere i costi della produzione di idrogeno blu (es. migliorando l'efficienza della cattura CO<sub>2</sub>) e prevede di sfruttare la propria vasta produzione di gas naturale per fornire idrogeno decarbonizzato sia al mercato interno (raffinerie, utility) sia all'export (trasformato in ammoniaca). Parallelamente, supporta indirettamente i progetti di idrogeno verde nel Regno (ad esempio NEOM Green Hydrogen Project) attraverso sinergie tecnologiche e potenziali accordi di off-take, pur non essendo il protagonista diretto, in quanto il progetto NEOM è guidato da Air Products, ACWA Power e PIF.

Va notato che Aramco, nel 2023, è entrata nel capitale della nuova joint venture “Horse Power” Renault-Geely con il 10%, finalizzata a sviluppare motori a combustione interna ad alta efficienza e alimentazioni ibride avanzate: in tale accordo, Aramco fornirà expertise su carburanti sintetici e a idrogeno per ridurre le emissioni dei motori tradizionali <sup>81</sup>. Questa mossa, da ritenersi insolita per una compagnia petrolifera, indica l'interesse di Aramco nel mantenere un ruolo di evidenza nell'era della transizione automobilistica, puntando su soluzioni tecniche, come e-fuels e motori a idrogeno, che potrebbero prolungare l'uso di combustibili liquidi a basse emissioni, in parallelo allo sviluppo dei veicoli elettrici.

### 2.2.2.2 Tecnologie di decarbonizzazione e Carbon Capture (CCS)

Aramco enfatizza spesso di avere una delle impronte di carbonio upstream più basse al mondo, grazie a giacimenti “super-giant” a elevata produttività e a programmi di efficienza operativa che minimizzano sprechi e flaring. Le emissioni di CO<sub>2</sub> per barile estratto di Aramco sono stimate in

---

<sup>79</sup> Saudi Aramco, *Sustainability Report 2023*.

<sup>80</sup> Saudi Aramco. “Aramco, SABIC and the Institute of Energy Economics, Japan Announce World's First Blue Ammonia Shipment.” *Aramco.com*, September 27, 2020. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2020/first-blue-ammonia-shipment>

<sup>81</sup> Reuters. “Aramco to Buy 10% Stake in Renault-Geely Thermal Engines JV.” *Reuters.com*, June 28, 2024. <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/aramco-buy-10-stake-renault-geely-thermal-engines-jv-2024-06-28>

circa 10 kgCO<sub>2</sub>/boe, nettamente inferiori alla media di molte altre compagnie<sup>82</sup>. Ciononostante, l'azienda riconosce che per allinearsi agli obiettivi climatici è necessario abbattere ulteriormente le emissioni del ciclo produttivo e contribuire a ridurre quelle legate all'uso dei prodotti.

La principale leva tecnologica su cui Aramco investe è il Carbon Capture, Utilization and Storage (CCUS), ossia la cattura ed il sequestro della CO<sub>2</sub> emessa da processi industriali o direttamente dall'aria. Aramco è stata pioniera nella regione in questo campo, avendo avviato già nel 2015 un progetto pilota di CCS con Enhanced Oil Recovery (EOR) presso Uthmaniyah (campo di Ghawar). In tale progetto, la CO<sub>2</sub> separata dall'impianto di trattamento gas di Hawiyah viene compressa e inviata tramite pipeline per essere iniettata in un settore del giacimento, aumentando il recupero di petrolio e stoccando stabilmente CO<sub>2</sub> nel sottosuolo.

La capacità di iniezione è di 800 mila tonnellate l'anno di CO<sub>2</sub>, e dal 2015 ad oggi il pilota ha effettivamente sequestrato queste quantità ogni anno, con risultati positivi in termini sia di EOR sia di integrità dello stoccaggio<sup>83</sup>. Questo rappresenta uno dei primi grandi progetti CCUS in Medio Oriente, e Aramco cita il suo successo come prova della fattibilità tecnica su scala industriale.

Sulla base di tali esperienze, Aramco sta ora pianificando un notevole ampliamento delle infrastrutture CCS. Nel report di sostenibilità 2023 ha annunciato l'obiettivo di catturare e stoccare 11 milioni di ton CO<sub>2</sub>/anno al 2035, poi aumentato a 14 Mt/anno al 2035. Gran parte di questa capacità dovrebbe concentrarsi in un futuro "hub CCS" nell'area industriale di Jubail, e per tale motivo, è allo studio un progetto di Jubail CCS Hub da 9 Mt/anno entro il 2027, di cui 6 Mt riservate a emissioni di Aramco (raffinerie, impianti gas) e 3 Mt per emissioni di altri operatori industriali della zona<sup>84</sup>. Questo hub collettore convoglierebbe la CO<sub>2</sub> proveniente da varie fonti, come impianti di processamento gas, produzione di idrogeno, cementifici, ecc., verso siti di stoccaggio geologico dedicati offshore o onshore profondi.

Nel 2023 Aramco ha anche avviato, con il supporto dell'università saudita KAUST (King Abdullah University of Science and Technology), un test pilota di cattura minerale in situ, attraverso l'iniezione di CO<sub>2</sub> in formazioni basaltiche sotterranee per indurre la mineralizzazione in carbonati solidi, che rappresenta una soluzione innovativa di sequestro permanente.

Inoltre, tramite accordi con partner internazionali, Aramco sta esplorando nuove tecnologie CCUS: un MoU con Aker Carbon Capture (Norvegia) per collaborare su sistemi di cattura modulari

---

<sup>82</sup> Saudi Aramco, *Annual Report 2022*.

<sup>83</sup> Aramco LIFE. "Smarter Oil and Gas Production." *Aramco LIFE – Elements*, December 2021. <https://www.aramcolife.com/en/publications/elements/en/articles/2021/12/smarter-oil-and-gas-production>

<sup>84</sup> Saudi Aramco, *Sustainability Report 2023*.

; un investimento, tramite Aramco Ventures, nella startup americana CarbonCapture Inc. specializzata nel *Direct Air Capture* (cattura dall'aria)<sup>85</sup>; una collaborazione con Siemens Energy, per installare un'unità pilota di Direct Air Capture a Dhahran nel 2024.

Si osserva dunque un approccio su più fronti, dal potenziamento delle applicazioni “già funzionanti” (cattura post-combustione e stoccaggio in giacimenti) sino alla sperimentazione di tecniche emergenti (DAC, mineralizzazione). Accanto al CCS, Aramco promuove la visione più ampia della Circular Carbon Economy (CCE), sostenuta dall'Arabia Saudita anche in sede G20, grazie all'adozione di un modello in cui le emissioni residue vengono *ridotte, riutilizzate, riciclate o rimosse*. In quest'ottica Aramco sta investendo in utilizzo del carbonio catturato (ad es. CO<sub>2</sub> come feedstock per metanolo, come nel progetto blue ammonia citato, o convertita in materiali da costruzione) e in soluzioni nature-based e offset.

Dal 2022 ha incrementato su larga scala i programmi di riforestazione di mangrovie, con oltre 30 milioni di mangrovie piantate in Arabia Saudita, con una stima di 445 mila ton di CO<sub>2</sub> assorbite cumulativamente dalle nuove foreste. Ha inoltre iniziato ad acquistare *carbon credits* volontari (es. 1 milione di crediti in un'asta in Kenya, e 0,5 milioni di crediti ritirati nel 2023). Sebbene queste cifre siano piccole se confrontate alle emissioni complessive, Aramco indica che gli offset e le soluzioni naturali saranno uno dei “5 pilastri” per compensare le emissioni difficili da abbattere nel perseguimento del suo impegno di medio termine, teso alla riduzione di 52 MtCO<sub>2</sub>eq entro il 2035.

### **2.2.2.3 Efficienza energetica e innovazione tecnologica**

Un'altra area in cui Aramco ha investito post-IPO è il miglioramento dell'efficienza energetica delle operazioni e l'adozione di tecnologie innovative per ridurre l'intensità carbonica. La società vanta un programma di Energy Management interno sin dal 2000, che avrebbe già evitato la produzione di oltre 31 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> equivalenti cumulate fino al 2023 tramite centinaia di iniziative, quali l'ottimizzazione processi, la riduzione flaring, la cogenerazione, etc..

Nel solo 2023 Aramco riferisce di aver implementato 110 progetti di efficienza, risparmiando circa 6.700 boe/giorno di energia e riducendo di 0,73 Mt le emissioni annue. Ad esempio, sono stati introdotti sistemi di *machine learning* per ottimizzare in tempo reale l'assetto di impianti di compressione gas e turbine, retrofit di caldaie e pompe più efficienti, e un massiccio programma di

---

<sup>85</sup> Krane, Jim. “Aramco’s Diversification Strategy: Fueling Saudi Arabia’s Vision 2030.” *Arab Gulf States Institute in Washington (AGSIW)*, October 3, 2023. <https://agsiw.org/aramcos-diversification-strategy-fueling-saudi-arabias-vision-2030/>

cogenerazione, che ha tagliato del 23% l'intensità energetica delle operazioni di stabilimento, riconosciuto come best practice dal World Economic Forum. Inoltre, Aramco ha 40 siti certificati ISO 50001 per la gestione dell'energia, indice di un approccio sistematico al miglioramento continuo.

La riduzione del flaring e delle emissioni fuggitive di metano è un altro punto focale. Qui, grazie ad investimenti in sistemi di recupero gas (FGRU) e programmi LDAR, Aramco mantiene un *methane intensity* upstream bassissimo, pari a circa lo0,05% e nel 2023 ha recuperato 8,9 miliardi di scf di gas che altrimenti sarebbero stati flarati <sup>86</sup>. Ciò contribuisce sia alla redditività, attraverso la vendita di gas recuperato, sia agli obiettivi di Global Methane Pledge. Dal lato dell'innovazione tecnologica, Aramco ha creato nel 2019 una divisione dedicata, *Aramco Ventures*, con diversi fondi corporate venture capital per investire in startup e tecnologie emergenti allineate alle sue esigenze future.

Nel 2022 la compagnia ha lanciato uno Sustainability Fund da \$1,5 miliardi, tra i maggiori fondi Venture Capital al mondo focalizzati su tecnologie per la sostenibilità, gestito da Aramco Ventures. A gennaio 2023 Aramco ha annunciato un'ulteriore iniezione di \$4 miliardi in Aramco Ventures per portare il capitale totale a \$7 miliardi entro 2027, segno questo della crescente importanza attribuita al *venture investing*. Tramite questi fondi, Aramco sta acquisendo partecipazioni in società innovative nei campi della decarbonizzazione dei trasporti, nuove energie e digitalizzazione.

Per esempio, ha investito nella già citata Carbon Capture Inc. (Direct Air Capture), in Xpansiv, piattaforma dati per crediti di carbonio, in Rondo Energy, tecnologia per calore industriale a zero emissioni, e in varie startup di materiali avanzati e intelligenza artificiale applicata all'energia <sup>87</sup>. Aramco, inoltre, ha anche consolidato il proprio network globale di centri di ricerca (R&D centers a Houston, Parigi, Pechino, Dhahran, etc.) dove sviluppa progetti su energie alternative e materiali non metallici.

Un filone strategico è considerato l'impiego di materiali non metallici (polimeri compositi) in sostituzione dell'acciaio in settori come tubazioni, edilizia e automotive, per creare nuovi sbocchi alla produzione chimica e ridurre emissioni lungo i cicli di vita. Aramco sta anche collaborando con case automobilistiche e team motoristici (ad es. attraverso sponsorizzazioni in F1) per sviluppare carburanti sintetici a basse emissioni e migliorare l'efficienza dei motori a combustione interna, complementando così l'investimento diretto con Renault-Geely citato.

---

<sup>86</sup> Saudi Aramco, Sustainability Report 2023.

<sup>87</sup> Krane, Jim. "Aramco's Diversification Strategy: Fueling Saudi Arabia's Vision 2030".

Sul fronte degli impegni climatici ufficiali, Saudi Aramco ha annunciato nel 2021 un obiettivo di *Net Zero* entro il 2050 per le emissioni operative, Scope 1 e Scope 2, in parallelo all'impegno dell'Arabia Saudita di raggiungere la neutralità carbonica nazionale entro il 2060. È importante notare che il target Aramco esclude le emissioni Scope 3, derivanti dall'uso dei prodotti venduti, che per una oil company costituiscono circa l'85% del totale.

La strategia di transizione di Aramco dunque punta a *decarbonizzare il ciclo produttivo del barile*, rendendolo “low carbon”, ma non prevede, a differenza di alcune major europee, una riduzione attiva della produzione o una neutralizzazione delle emissioni dell'utilizzo finale del petrolio da parte dei consumatori. Aramco afferma che il suo petrolio avrà un ruolo nella transizione “pratica e inclusiva” fornendo energia a basse emissioni specifiche, ma questo approccio viene spesso criticato dagli osservatori esterni, come sarà meglio approfondito oltre.

#### **2.2.2.4 Aramco, il Public Investment Fund e la Vision 2030**

La condivisione di interessi e finalità tra Aramco e il Public Investment Fund (PIF) costituisce un elemento chiave per comprendere la destinazione del capitale post IPO e gli investimenti nella transizione su scala nazionale. Giova ricordare che il PIF è il braccio finanziario principale tramite il quale l'Arabia Saudita intende realizzare i mega progetti di Vision 2030, di cui fanno parte città futuristiche (NEOM), infrastrutture turistiche sul Mar Rosso, potenziamento di settori high-tech, oltre ad investimenti globali strategici, nel campo della tecnologia e della mobilità.

Sin dal concepimento dell'IPO Aramco nel piano Vision 2030, era esplicito che Aramco avrebbe alimentato il PIF, sia direttamente, attraverso i proventi della vendita di azioni, sia indirettamente, con i flussi di dividendi futuri. Questo è esattamente quanto è stato realizzato, con l'IPO 2019 e la successiva vendita di ulteriori quote che hanno fornito al PIF decine di miliardi di dollari, grazie ai quali il fondo ha intrapreso una serie di investimenti diversificati di portata globale.

Ad esempio, il PIF ha aumentato la propria partecipazione in società come ACWA Power, uno sviluppatore leader di impianti rinnovabili in Arabia Saudita e all'estero, finanziando progetti solari ed eolici che dovrebbero contribuire a raggiungere l'obiettivo nazionale di 58,7 GW di capacità rinnovabile al 2030 <sup>88</sup>.

Il PIF è anche dietro il progetto NEOM, la città futuristica ad emissioni zero nel deserto saudita, che ospiterà il più grande impianto al mondo di idrogeno verde, in fase di costruzione, in grado di generare 2 GW per elettrolisi, onde produrre 650 ton/giorno di H<sub>2</sub> verde, a partire dal 2026. Inoltre,

---

<sup>88</sup> Saudi Aramco, Sustainability Report 2023.

ha investito in startup dell'auto elettrica come Lucid Motors, di cui detiene circa il 60% delle quote, annunciando la costruzione di una fabbrica EV in Arabia Saudita. La relazione tra Aramco ed il PIF è dunque simbiotica: Aramco fornisce la “rendita petrolifera” trasformata in dividendi e liquidità al PIF e quest'ultimo la reimpiega per costruire l'ecosistema economico post-petrolifero del Regno suadita.

Aramco stessa partecipa ad alcuni investimenti del PIF, come visto con i progetti solari in consorzio. Appare interessante a tal proposito il fatto che Aramco abbia comprato SABIC proprio dal PIF per \$69 mld,<sup>89</sup> operazione che ha permesso allo stesso PIF di incassare i fondi IPO e poi altri dall'operazione SABIC, rafforzando, così, il proprio bilancio.

Il principe ereditario Mohammed bin Salman, nel 2012, ha dichiarato che ulteriori vendite di azioni Aramco erano previste proprio per iniettare nuovi capitali nel PIF e finanziare la successiva fase di Vision 2030<sup>90</sup>. Questo si è concretizzato con le vendite realizzate nel periodo 2022-2024, sopra citate. In sintesi, Aramco è il volano finanziario di Vision 2030, giacchè i suoi profitti e la sua valutazione azionaria sono sfruttati per sostenere la transizione economica suadita.

Ciò consente ad Aramco di concentrarsi sul suo core business e su progetti mirati di transizione, mentre il PIF porta avanti investimenti più radicalmente lontani dal petrolio, come rinnovabili, tech e turismo. Un possibile rischio di questo modello è che Aramco, essendo fortemente impegnata a trasferire valore al PIF, tramite dividendi elevati ed acquisizioni importanti, come SABIC, possa avere minori risorse interne da destinare alla propria trasformazione “green” rispetto alle major occidentali che reinvestono più utili in nuovi business.

La sostenibilità a lungo termine di Aramco e la capacità di competere in un futuro a basse emissioni dipenderanno anche da come il Regno bilancerà l'uso della “rendita Aramco” tra esigenze statali e necessità di innovazione interna all'azienda.

## **2.3 Governance e percezione degli investitori**

### **2.3.1 Scelta della borsa Tadawul e impatti sulla trasparenza percepita**

L'IPO di Saudi Aramco del 2019 ha visto la compagnia decidere di quotarsi esclusivamente sul mercato domestico Tadawul, rinunciando, nella fase iniziale, ad una quotazione internazionale. Questa scelta è stata dettata da vari fattori strategici e regolamentari. In primo luogo, Aramco mirava

---

<sup>89</sup> Saudi Aramco. “Saudi Aramco Completes Acquisition of 70% Stake in SABIC.” *Aramco.com*, June 17, 2020. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2020/saudi-aramco-completes-acquisition-of-70-percent-stake-in-sabic>

<sup>90</sup> Al Jazeera, “Aramco to Cut Back Spending,” 2021.

a una valutazione di \$2.000 miliardi, ambizione accolta con scetticismo dagli investitori globali, dato che le banche internazionali stimavano un range di valore ben inferiore, compreso tra i \$1.1 ed i \$1.7 trilioni.

Di fronte al rischio di un'offerta sottovalutata, i sauditi hanno optato per una IPO ridimensionata sul solo mercato saudita, confidando nell'appoggio di investitori locali e regionali e posticipando l'eventualità di un listing estero a tempi più favorevoli. Un ulteriore motivo cruciale risiedeva nelle differenze di regolamentazione e requisiti di trasparenza tra Tadawul e le piazze internazionali. Quotarsi a New York o Londra avrebbe imposto ad Aramco di conformarsi a standard stringenti di corporate governance e disclosure propri di mercati sviluppati.

Ad esempio, la borsa di Londra richiedeva per le società *premium* almeno il 25% di flottante e forti tutele per gli azionisti di minoranza, come le votazioni separate per nominare amministratori indipendenti. Aramco, volendo mantenere il controllo statale attestato sul 98.5%, con solo ~1.5% di azioni cedute, avrebbe faticato a soddisfare tali criteri senza eccezioni normative. Non a caso, la Financial Conduct Authority valutò la creazione di una categoria speciale di listing per attirare Aramco, attenuando i requisiti più onerosi, senza declassare la quotazione<sup>91</sup>.

Analogamente negli USA, una quotazione sul NYSE/NASDAQ avrebbe esposto la compagnia a obblighi di rendicontazione SEC, controlli SOX e potenziali rischi legali, legati ad azioni collettive, aspetti da cui il Regno saudita ha preferito tenere Aramco al riparo. Sul mercato domestico Tadawul, invece, Aramco ha potuto beneficiare di un ambiente regolamentare più controllato e amico.

Il Capital Market Authority (CMA) saudita aveva già avviato negli anni precedenti una modernizzazione delle norme di mercato, in linea con gli obiettivi di Vision 2030 di fare di Riyadh un hub finanziario regionale. Nel 2017–2018 sono state introdotte nuove *Rules on the Offer of Securities and Continuing Obligations* e riviste le *Listing Rules* con l'obiettivo di promuovere la trasparenza e allineare la Saudi Exchange agli standard internazionali.

Tali regole impongono, ad esempio, prospetti dettagliati nelle IPO, tra cui l'assunzione di responsabilità degli amministratori sulla veridicità delle informazioni ed obblighi di disclosure continua di eventi rilevanti al mercato<sup>92</sup>. Inoltre, per favorire l'integrazione con i mercati globali, la CMA ha aperto gradualmente la Borsa saudita agli investitori esteri qualificati, incrementando i limiti di proprietà straniera e adottando prassi come il *settlement* T+2. Queste riforme hanno

---

<sup>91</sup>Reuters. "Exclusive: London Tries to Lure Saudi Aramco with New Listing Structure – Sources." *Reuters.com*, May 5, 2017. <https://www.reuters.com/article/business/exclusive-london-tries-to-lure-saudi-aramco-with-new-listing-structure-sources-idUSKBN17Z26U>

<sup>92</sup>Al Tamimi & Company. *The Road to Saudi Vision 2030: A Glimpse into the Saudi Capital Markets*. Dubai: Al Tamimi & Company, 2020. <https://www.tamimi.com/client-services/practices/capital-markets/>

permesso l'inclusione dell'Arabia Saudita negli indici MSCI e FTSE Emerging Markets nel 2019<sup>93</sup>, conferendo al mercato una visibilità internazionale e migliorando la fiducia nell'infrastruttura regolamentare saudita.

Va sottolineato che, sebbene Tadawul fino a pochi anni prima fosse considerata una piazza relativamente chiusa, al momento dell'IPO Aramco essa offriva già un quadro normativo più robusto rispetto al passato. Ad esempio, la CMA richiede alle società quotate la pubblicazione di bilanci trimestrali in tempi brevi, la presenza di comitati interni di controllo e trasparenza nelle operazioni con parti correlate, avvicinando la corporate governance locale a quella di mercati maturi.

Aramco ha dovuto, quindi, impegnarsi a rispettare “*gli standard di trasparenza e accountability di Tadawul*”, standard a cui nessun'altra compagnia petrolifera nazionale al mondo è sottoposta<sup>94</sup>. In altri termini, la quotazione, ancorché domestica, ha costretto Aramco ad un livello di apertura informativa inedito per un'azienda tradizionalmente opaca, che nel Resource Governance Index 2017 era classificata come una delle NOC meno trasparenti al mondo prima dell'IPO<sup>95</sup>.

La pubblicazione del prospetto IPO da 600 pagine, con dettagli su riserve, conti e rischi, e l'adozione degli IFRS nei bilanci sono esempi di come l'IPO abbia aumentato la visibilità finanziaria di Aramco agli occhi del pubblico internazionale. D'altro canto, la percezione di trasparenza da parte degli investitori esteri è rimasta inferiore rispetto a quella che avrebbe accompagnato una quotazione in borsa occidentale.

Persistono dubbi sull'indipendenza effettiva dell'authority saudita, dato che la CMA riporta direttamente al Primo Ministro, ovvero alla Corona saudita e sulla capacità di far rispettare con rigore le norme a un'azienda così strategica per lo Stato. Inoltre, alcune eccezioni regolamentari sollevano perplessità: ad esempio, le *Listing Rules* saudite prevedrebbero in generale un flottante minimo del 30%, requisito apertamente disatteso nel caso Aramco, con un flottante iniziale solo 1.5%, indice di flessibilità ad hoc per facilitare l'IPO.

Anche la struttura proprietaria estremamente concentrata va in direzione opposta ai canoni di mercato liberale, poichè l'assenza di azionisti di minoranza significativi rende più difficile l'azione di controllo diffuso tipica di società quotate in Occidente. In sintesi, la scelta di limitare la

---

<sup>93</sup>Reuters, “IPO Unlikely to Require Rule Changes,” 2016.

<sup>94</sup>Defence.pk. “Saudi Aramco Hits Crown Prince’s \$2 Trillion Goal.” *Pakistan Defence Forum*, December 12, 2019. <https://defence.pk/threads/saudi-aramco-hits-crown-princes-2tr-goal.645843/#post-12079560>

<sup>95</sup>Natural Resource Governance Institute. “To Float or Not to Float: The Aramco IPO as a Bellwether for State-Owned Enterprise Governance.” *ResourceGovernance.org*, December 2019. <https://resourcegovernance.org/articles/float-or-not-float-aramco-ipo-bellwether-state-owned-enterprise-governance>

quotazione al Tadawul ha comportato l'adozione di un compromesso: Aramco ha potuto evitare le “*onerose richieste di corporate governance*” richieste dalle borse di New York o Londra <sup>96</sup>, ma al prezzo di una minore partecipazione diretta degli investitori globali e di una continua diffidenza sulla sua reale trasparenza.

Molti osservatori hanno sottolineato come l'IPO locale abbia privilegiato la velocità ed il controllo sull'operazione rispetto all'obiettivo di *best practice* internazionale in materia di governance e disclosure. Tuttavia, grazie anche alle riforme CMA e al track record positivo post-IPO, come il rispetto puntuale degli obblighi informativi, il pagamento dei dividendi promessi, ecc., la *percezione di rischio di trasparenza* è andata gradualmente ad attenuarsi.

La capitalizzazione di Aramco, divenuta la maggiore al mondo nel 2022 e la presenza della società negli indici globali suggeriscono che una parte del mercato si è adattata al quadro informativo disponibile, pur rimanendo la società sotto stretta osservazione da parte della comunità finanziaria internazionale.

### **2.3.2 Equilibrio tra gestione statale e interessi degli investitori privati**

Un aspetto centrale dell'IPO Aramco riguarda il bilanciamento tra il controllo statale dell'azienda e la tutela degli interessi dei nuovi azionisti privati di minoranza. Saudi Aramco, anche dopo la quotazione, è rimasta una società controllata dallo Stato saudita, titolare di circa il 98,5% del capitale dopo l'IPO, percentuale scesa attorno all'81% solo dopo alcune vendite successive. <sup>97</sup>.

Ciò la configura come una *State-Owned Enterprise* (SOE) quotata, categoria che in base alla letteratura di corporate governance presenta le tipiche sfide di conflitto di interesse tra azionista di maggioranza (lo Stato) e azionisti di minoranza, poiché, in tali contesti, il rischio è che il socio pubblico persegua obiettivi politico-strategici non coincidenti con la massimizzazione del valore per gli azionisti privati, generando un “*principal-principal conflict*” anziché il tradizionale problema di agenzia manager-azionista.

Nel caso Aramco, il governo saudita ha storicamente utilizzato la compagnia come strumento di politica economica e energetica nazionale. Ad esempio, in qualità di maggiore produttore dell'OPEC, l'Arabia Saudita ha imposto ad Aramco tagli produttivi per stabilizzare i prezzi petroliferi mondiali o aumenti di capacità di riserva per ragioni geopolitiche. Tali decisioni, assunte

---

<sup>96</sup> Reuters, “London Tries to Lure Saudi Aramco,” 2017

<sup>97</sup>Saudi Aramco. *Governance Report 2024*. Dhahran: Saudi Aramco, 2024. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/reports-and-presentations/2024/fy/sections/ara-2024-governance-english.pdf>

nell'interesse collettivo di mercato o per ragioni diplomatiche, non sempre possono coincidere con quelle di una corporation privata orientata al profitto di breve periodo.

Come osservato da analisti indipendenti, *“questo processo decisionale non cambierà dopo l'IPO”*, implicando che lo Stato continuerà a indirizzare Aramco in funzione di obiettivi macro, come stabilità dei prezzi, entrate fiscali, politica estera energetica, anche se ciò comporta un potenziale sacrificio ai margini o alla crescita per gli azionisti minoritari nel breve termine. Per mitigare tali timori e presentarsi sul mercato con una governance maggiormente in linea con le aspettative dei mercati, Aramco ha adottato alcune misure di adeguamento alle best practice.

Prima dell'IPO, nell'estate 2019, la compagnia ha separato il ruolo di presidente del Consiglio di Amministrazione da quello di ministro del Petrolio: Khalid Al-Falih, allora ministro dell'Energia e chairman, è stato sostituito come presidente da Yasir Al-Rumayyan, figura ritenuta più vicina agli ambienti finanziari in quanto governatore del fondo sovrano PIF<sup>98</sup>. Questa mossa aveva l'obiettivo di mitigare la preoccupazione degli investitori circa l'eccessiva interferenza governativa, creando almeno formalmente un board leader distinto dall'esecutivo politico. Inoltre Aramco ha ampliato il proprio Consiglio di Amministrazione, includendo 5 amministratori indipendenti di alto profilo internazionale su 11 membri totali del board post IPO <sup>99</sup>.

Ciò è in linea con le raccomandazioni OCSE sulle SOE, che invitano i governi azionisti a *“garantire piena autonomia operativa alle imprese pubbliche”* e *“rispettare l'indipendenza dei loro consigli di amministrazione”* <sup>100</sup>. Presenza di indipendenti, comitati di audit e minoranze qualificate dovrebbero, almeno in teoria, assicurare decisioni più equilibrate. Ad esempio, il nuovo *Corporate Governance Regulation* saudita del 2017 impone alle società quotate di istituire comitati per nominare i consiglieri, remunerazioni e controlli interni, e affida al Consiglio di Amministrazione la responsabilità fiduciaria verso tutti gli shareholder, non solo verso l'azionista di maggioranza. Aramco, aderendo a tali norme, si è dotata di questi presidi.

Tuttavia, la predominanza azionaria statale rimane il fattore decisivo nella governance della compagnia. Di fatto il governo saudita, tramite il Ministero dell'Energia e il PIF, mantiene la facoltà

---

<sup>98</sup>Ebinger, Charles K. “The Saudi Aramco IPO Breaks Records but Falls Short of Expectations.” *Brookings Institution*, December 12, 2019. <https://www.brookings.edu/articles/the-saudi-aramco-ipo-breaks-records-but-falls-short-of-expectations>

<sup>99</sup>Saudi Aramco. *Our Governance 2023*. Dhahran: Saudi Aramco, 2024. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/sustainability-reports/report-2023/english/2023-our-governance-en.pdf>

<sup>100</sup>Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises – 2024*. Paris: OECD Publishing, 2024. [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/06/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2024\\_68fa05cd/18a24f43-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/06/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2024_68fa05cd/18a24f43-en.pdf)

di nominare la larga maggioranza degli amministratori, fino a 6-8 su 11 membri totali, e, quindi, di orientare le scelte strategiche chiave. Le garanzie formali di indipendenza trovano un limite nella realtà di un controllo sovrano così esteso.

Una lezione emblematica in tal senso proviene da altri casi di SOE quotate: Petrobras (Brasile), ad esempio, pur avendo investitori esteri e un board con indipendenti, ha subito pesanti interferenze governative, quali il controllo dei prezzi dei carburanti e le nomine politiche, culminate in crisi di governance e scandali. Recentemente è emerso come *“le tensioni nel CdA di Petrobras, evidenziate dalla controversia sui dividendi, derivino da interferenze politiche che minano la gestione della società”*<sup>101</sup>. Questo monito comparativo sottolinea il rischio che anche Aramco possa essere soggetta a decisioni imposte dall’alto (p.es. ridurre dividendi in caso di esigenze di bilancio statale, o investire in progetti nazionali a bassa redditività per motivi di sviluppo interno) a discapito degli azionisti privati.

Finora, la compagnia saudita ha cercato di mantenere un equilibrio delicato, teso da un lato a rassicurare gli investitori che la società sarà gestita con criteri economici solidi e, dall’altro, continuare a servire gli interessi strategici del Regno. Nelle comunicazioni ufficiali post-quotazione, il management ha insistito sul fatto che *“il nostro Board guiderà Aramco nel perseguire la creazione di valore di lungo termine per tutti gli azionisti”*, evidenziando come l’allocazione del capitale seguirà principi disciplinati e manageriali <sup>102</sup>.

Contestualmente, il Presidente Al-Rumayyan ha sottolineato la centralità del nuovo status pubblico di Aramco nel contesto di Vision 2030, quasi a ribadire che gli obiettivi dello Stato di diversificazione economica e di sviluppo del mercato dei capitali saudita e gli obiettivi degli azionisti possono convivere in modo sinergico.

Una leva importante di allineamento tra Stato e investitori privati è la politica dei dividendi. In sede di IPO, Aramco ha annunciato un impegno a distribuire un dividendo annuo di almeno \$75 miliardi per i primi anni, garantendo così agli azionisti un rendimento certo, pari a circa il 4-5% annuo al prezzo di collocamento, indipendentemente dalle oscillazioni di breve periodo. Tale impegno, onorato persino nel 2020 durante la crisi pandemica, anche a costo di aumentare l’indebitamento, funge da *meccanismo di credibilità*, dato che vincola la società, e, quindi, il suo azionista di controllo, a trasferire una quota consistente di profitti agli azionisti esterni.

---

<sup>101</sup>Valor International. “Political Interference Undermines Governance at Petrobras.” *Valor International*, March 13, 2024. <https://valorinternational.globo.com/business/news/2024/03/13/political-interference-undermines-governance-at-petrobras.ghtml>

<sup>102</sup>Saudi Aramco. *Saudi Aramco Listed on Tadawul*. Dhahran: Saudi Aramco, 2019. <https://www.aramco.com/-/media/images/investors/saudi-aramco-listed-on-tadawul.pdf>

Per lo Stato saudita, che peraltro incassa la gran parte di quel dividendo in quanto azionista di maggioranza, tale politica ha il duplice effetto di assicurare entrate al bilancio pubblico e, contemporaneamente, mantenere attrattivo il titolo Aramco sul mercato. Certo, resta il tema della sostenibilità di questo equilibrio nel lungo termine, poichè se in futuro si presentasse un trade-off netto tra l'interesse pubblico, come, ad esempio, calmierare i prezzi dei carburanti domestici o investire in progetti sociali e la redditività per gli azionisti, tale situazione costituirebbe un serio banco di prova per la governance di Aramco.

Gli investitori istituzionali si attendono che il Consiglio di Amministrazione possa esercitare la propria indipendenza fiduciaria per proteggere il valore di tutti gli azionisti, così come sbarco in Borsa impone, con Aramco soggetta alle leggi sulle società quotate, che offrono tutele ai soci di minoranza, con azioni legali in caso di abuso di maggioranza, voto di lista cumulativo se previsto, etc.. Ma la reale efficacia di tali strumenti, in un contesto come quello saudita, è vista con cautela. In una prospettiva comparata, *non tutte le società a controllo statale sono valutate allo stesso modo dai mercati*. Gli investitori tendono a distinguere tra contesti di governance pubblica efficienti e contesti più opachi.

Ad esempio, Equinor (Norvegia), anch'essa compagnia petrolifera a maggioranza statale, ma operante in un contesto istituzionale avanzato, non desta le stesse preoccupazioni, poichè in quel caso *“le riserve sul corporate governance non scompaiono, ma sarebbero molto attenuate”* rispetto ad Aramco<sup>103</sup>. Ciò indica che il “fattore paese” incide enormemente, dal momento che la stabilità istituzionale, lo Stato di diritto e la tradizione di rispetto degli investitori in Norvegia fanno sì che il mercato accetti di buon grado la presenza dello Stato azionista.

Nel caso saudita, invece, pesa la *scarsa esperienza storica* di condivisione della governance con i privati e la natura autoritativa del sistema politico. Questo comporta un “discount” percepito sul titolo Aramco, legato al controllo sovrano, un premio al rischio che gli investitori richiedono per fidarsi che i propri interessi saranno considerati. Ridurre tale percezione sarà possibile solo col tempo, dimostrando con i fatti che Aramco può operare con una governance quasi *market-driven*, pur restando sotto il cappello pubblico. In conclusione, l'equilibrio tra gestione statale ed interessi privati in Aramco rimane un work-in-progress, ove il modello di governance adottato concilia formalmente best practice internazionali (board con indipendenti, comitati, reporting) con il mantenimento di un controllo sostanziale da parte del sovrano.

---

<sup>103</sup> Chicago Booth Review. “Big Risks for Investors in the Aramco IPO.” *Chicago Booth Review*, December 2, 2019. <https://www.chicagobooth.edu/review/big-risks-investors-aramco-ipo>

La vera prova di questo equilibrio si avrà nel medio-lungo periodo, osservando se Aramco saprà evitare le distorsioni tipiche delle SOE (inefficienze, decisioni politicamente motivate) e garantire una performance di mercato in linea con le major petrolifere private. Gli investitori continueranno a monitorare attentamente indicatori come l’allocazione del capitale, la trasparenza su decisioni strategiche (es. investimenti in energie rinnovabili vs. direttive governative) e il rispetto dei diritti degli azionisti di minoranza, per valutare se la “scommessa” di investire in una compagnia controllata da uno Stato sia adeguatamente compensata dai rendimenti ottenuti.

### 2.3.3 Reazioni di fondi sovrani e investitori occidentali

Sin dalle fasi preparatorie dell’IPO, le reazioni degli investitori internazionali ad Aramco sono state eterogenee, spesso divergenti tra investitori regionali, in primis fondi sovrani del Golfo ed investitori occidentali. Andremo qui ad analizzare gli atteggiamenti *ex ante*, prima e durante l’IPO ed *ex post*, successivi alla quotazione, considerando in particolare le istanze ESG (ambientali, sociali e di governance) ed i fattori di rischio geopolitico che hanno influenzato le decisioni allocative. Durante la fase di bookbuilding, nell’autunno 2019, Aramco e i suoi advisor hanno riscontrato un interesse tiepido da parte dei grandi fondi occidentali.

Le tradizionali tappe del roadshow internazionale a Londra e New York sono state annullate, poiché le manifestazioni di interesse dall’Europa e Nord America risultavano insufficienti a sostenere la valutazione target saudita. In parallelo, il Regno ha attivato un’intensa campagna di collocamento locale e regionale, che ha visto i principali fondi sovrani alleati, come ADIA (Abu Dhabi), Mubadala, KIA (Kuwait Investment Authority) e GIC (Singapore), essere stati personalmente coinvolti nelle trattative come potenziali *anchor investors*.

Fonti di stampa confermarono, ad esempio, incontri riservati tra il management Aramco e ADIA per discutere un investimento, nonché approcci formali a fondi cinesi e di altri paesi del Gulf Cooperation Council <sup>104</sup>. In effetti, “*i fondi sovrani di Abu Dhabi e Kuwait pianificavano di investire*” nell’IPO, secondo Reuters<sup>105</sup>, garantendo, così, un nucleo di domanda istituzionale “amica”, necessario a raggiungere la valutazione ambiziosa voluta dal principe ereditario Mohammed bin Salman. Parallelamente, all’interno del Regno, le autorità hanno incoraggiato apertamente la partecipazione di investitori privati sauditi, famiglie facoltose, società finanziarie

---

<sup>104</sup> Reuters. “Exclusive: Saudi Aramco Lures Sovereign Funds to Hit \$2 Trillion IPO Valuation – Sources.” *Reuters.com*, September 17, 2019. <https://www.reuters.com/article/business/exclusive-saudi-aramco-lures-sovereign-funds-to-hit-2-trillion-ipo-valuation-sou-idUSKBN1WB1GD>

<sup>105</sup> Al Jazeera. “Slice of Aramco IPO Earmarked for Small Investors Oversubscribed.” *Al Jazeera*, November 28, 2019. <https://www.aljazeera.com/economy/2019/11/28/slice-of-aramco-ipo-earmarked-for-small-investors-oversubscribed>

locali, facendo appello al sentimento nazionale dopo gli attacchi agli impianti Aramco di settembre 2019. Le banche saudite hanno offerto linee di credito agevolato ai cittadini per sottoscrivere azioni, e incentivi come l'assegnazione di azioni bonus (1 ogni 10) a chi avesse mantenuto i titoli per almeno 6 mesi.

Queste misure hanno avuto successo, consentendo all'IPO una copertura pari a 4,65 volte la quantità offerta, con oltre 5 milioni di investitori retail sauditi coinvolti<sup>106</sup>. Si è dunque configurata un'allocazione atipica per un'operazione di questa portata, sbilanciata sul capitale domestico e del Golfo. Stime indicano che, al termine dell'IPO, gli investitori non sauditi, inclusi i fondi sovrani vicini e i Qualified Foreign Investors occidentali, detenessero complessivamente meno dell'1% di Aramco. Dati ufficiali post-quotazione mostrano che la *"Total Foreign Ownership"* del titolo Aramco si attestava attorno allo 0,6%, un valore irrisorio se confrontato col limite regolamentare del 49% e chiara evidenza della scarsa partecipazione diretta degli investitori esteri all'IPO.

Le ragioni della prudenza – o diffidenza – degli investitori occidentali verso Aramco al momento della quotazione sono stati molteplici. Uno dei fattori principali è stato l'orientamento ESG sempre più centrale nelle scelte di portafoglio globali.

Negli ultimi anni, oltre un quarto degli asset mondiali sono gestiti secondo criteri sostenibili; molti grandi investitori istituzionali in Europa e Nord America hanno adottato politiche interne che li portano a sottopesare o escludere investimenti nel settore petrolifero, soprattutto in assenza di forti garanzie di transizione energetica. Aramco, pur vantando costi di estrazione bassissimi e operazioni relativamente efficienti in termini di emissioni (6 volte più efficiente di alcune major USA secondo studi indipendenti), resta il maggior produttore di petrolio al mondo, con riserve tali da sostenere la produzione per 50 anni.

Questo la rende intrinsecamente esposta al rischio di decarbonizzazione globale, poiché, in uno scenario di politiche aggressive per il clima (es. net-zero al 2050), una parte significativa delle riserve di Aramco potrebbe diventare *"stranded assets"*. Figura emblematiche della comunità finanziaria hanno definito Aramco *"l'incubo peggiore di un investitore ESG"*, data la sua dipendenza dalla continuazione dello status quo fossile<sup>107</sup>. Molti investitori, in particolare europei, hanno quindi evitato Aramco "per principio" a causa del suo impatto sul carbonio. Altri, pur non

---

<sup>106</sup> Saudi Aramco. *Saudi Aramco Listed on Tadawul: Investor Presentation*. Dhahran: Saudi Aramco, 2019. <https://www.aramco.com/-/media/images/investors/saudi-aramco-listed-on-tadawul.pdf>

<sup>107</sup> Reuters. "Climate Change Could Rain on Saudi Aramco's IPO Parade." *Reuters.com*, August 8, 2019. <https://www.reuters.com/article/business/climate-change-could-rain-on-saudi-aramcos-ipo-parade-idUSKCN1VA0K4>

escludendola a priori, hanno dichiarato che avrebbero investito solo a valutazioni sensibilmente più basse, per compensare il rischio ESG percepito.

Di converso, alcuni attori più orientati al valore (value investors) hanno riconosciuto in Aramco fondamentali solidissimi, come l'azienda più redditizia al mondo, con utili netti doppi rispetto ad Apple nel 2018, ma si sono scontrati con il secondo grande ostacolo, ossia il rischio geopolitico e di governance sovrana. Investire in Aramco significa, implicitamente, *scommettere sulla stabilità politica di lungo termine dell'Arabia Saudita*. Come osservato da un commentatore, gli investitori che comprano Aramco “*scommettono che la Casa Saud manterrà il controllo operativo sul Paese e sui suoi giacimenti*”<sup>108</sup>.

Il Regno, pur solido, non è esente da potenziali shock: rivalità regionali con l'Iran, che nel 2019 ha sferrato attacchi missilistici ai siti Aramco di Abqaiq e Khurais, evidenziando la vulnerabilità delle infrastrutture, conflitti per procura (guerra in Yemen), nonché i rischi interni legati a possibili instabilità della successione o minacce terroristiche. Il *regime change* è un evento considerato a bassa probabilità, ma non nullo, nei modelli di rischio dei fondi occidentali.

Inoltre, il profilo governance dello Stato saudita – una monarchia assoluta – solleva preoccupazioni etiche e di compliance, in quanto, ad esempio, alcuni investitori istituzionali hanno vincoli ad investire in paesi con bassi rating Freedom House o a rischio sanzioni internazionali.

L'omicidio del giornalista Jamal Khashoggi nel 2018 ed altre violazioni dei diritti umani, hanno indotto fondi pensione e soggetti *socially responsible* in Occidente ad evitare investimenti che possano apparire come sostegno implicito al regime di Riyad. Una nota di ISS (Institutional Shareholder Services) prima dell'IPO segnalava che la scarsa libertà di stampa in KSA e la limitata informativa ESG fornita da Aramco, costituivano un ostacolo per valutazioni indipendenti sul titolo<sup>109</sup>. Tutti questi elementi si sono tradotti in un atteggiamento estremamente cauto, con investitori occidentali che hanno in larga parte “passato” l'opportunità derivanti dall'IPO Aramco, rifiutando di partecipare a valutazioni ritenute elevate in rapporto ai rischi idiosincratici (ESG, governance, geopolitica). Come sintetizzato efficacemente da un commentatore, per molti il collocamento Aramco è stato “*il momento in cui hanno deciso di non dare sostegno finanziario a un regime che gestisce un'economia indebitata, né di investire in un'industria (oil&gas) in declino di lungo*”

---

<sup>108</sup> *Chicago Booth Review*, “Big Risks,” 2019

<sup>109</sup> Institutional Shareholder Services. “ISS Discusses Investor Considerations for Aramco Oil.” *Columbia Law School – Blue Sky Blog*, December 20, 2019. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/12/20/iss-discusses-investor-considerations-for-aramco-oil>

*termine*”<sup>110</sup>. Di contro, fondi sovrani e investitori non-occidentali hanno mostrato maggiore propensione al rischio verso Aramco, spesso per ragioni strategiche o di affinità geopolitica.

I grandi fondi del Golfo (ADIA, Mubadala, QIA del Qatar, sebbene quest’ultimo frenato dalle tensioni diplomatiche ed altri, condividono con l’Arabia Saudita l’interesse a sostenere il prezzo del petrolio e la stabilità regionale. Investire in Aramco per loro significava anche cementare la cooperazione economica nel GCC. Allo stesso modo, fondi asiatici (cinesi in primis) vedono in Aramco non solo un investimento finanziario, ma un partnership strategica per garantirsi forniture energetiche e partecipare a future joint venture, come ad esempio nella raffinazione in Cina o India.

Si è parlato di un consorzio di investitori cinesi, incluso il CIC, fondo sovrano di Pechino, interessati ad acquistare quote di Aramco in sede di IPO o subito dopo <sup>111</sup>, anche se l’operazione non si è concretizzata nelle forme ipotizzate. In generale, però, il baricentro della base azionaria di Aramco è rimasto fortemente medio-orientale. Questa differenza di atteggiamento tra investitori occidentali e non si riflette anche nel periodo post IPO: mentre i primi, nei mesi seguenti, hanno mantenuto un approccio attendista, spesso limitandosi ad esposizioni indirette tramite benchmark, i secondi hanno incrementato le posizioni quando possibile. Ad esempio, il fondo sovrano di Abu Dhabi ADIA avrebbe acquistato ulteriori azioni Aramco sul mercato secondario nel 2020, approfittando dei prezzi calati durante la pandemia.

I grandi fondi indicizzati globali, dal canto loro, hanno dovuto includere Aramco nei portafogli passivi una volta che il titolo è entrato negli indici MSCI EM e FTSE: al momento dell’ingresso, Aramco pesava intorno al 0,5% di MSCI Emerging Markets e oltre il 5% dell’indice MSCI Saudi Arabia. Ciò ha generato flussi automatici di acquisto per centinaia di milioni di dollari, “regardless of their ESG credentials” <sup>112</sup>.

In altri termini, diversi fondi occidentali si sono trovati ad investire in Aramco per via dell’indicizzazione, pur avendo magari evitato di partecipare volontariamente all’IPO. Alcuni gestori attivi hanno comunque continuato a sottopesare Aramco rispetto al benchmark, preferendo esporsi a compagnie petrolifere concorrenti ritenute meno rischiose, come ExxonMobil, TotalEnergies o Equinor. Sul piano performance finanziaria, Aramco ha in gran parte dissipato i timori iniziali, almeno dal punto di vista dei risultati, in quanto il titolo, collocato a 32 SAR, ha

---

<sup>110</sup> *Chicago Booth Review*, “Big Risks,” 2019

<sup>111</sup> CNBC. “Major Chinese Investors Reportedly in Talks to Buy Saudi Aramco Stake.” *CNBC.com*, April 29, 2021. <https://www.cnbc.com/2021/04/29/major-chinese-investors-reportedly-in-talks-to-buy-saudi-aramco-stake.html>

<sup>112</sup> Reuters, “Climate Change and Aramco’s IPO,” 2019

chiuso il primo giorno di scambi con +10%, al limite di variazione consentito, e ha raggiunto brevemente la soglia di \$2.000 miliardi di market cap nei giorni successivi <sup>113</sup>.

Dopo un 2020 difficile, quando il prezzo del petrolio crollò e Aramco toccò minimi intorno a 28-30 SAR, la ripresa del greggio ha spinto le azioni ai massimi storici nel 2022, superando i 40 SAR e portando la capitalizzazione oltre \$2.400 miliardi, Aramco è diventata temporaneamente la società con maggiore valore di mercato al mondo, sorpassando Apple.

Chi ha investito all'IPO, in primis investitori sauditi e del Golfo, ha dunque visto una ottima tenuta e crescita del proprio investimento, oltre a beneficiare di ricchi dividendi. Col senno di poi, alcuni investitori occidentali possono aver rivalutato l'asset: ad esempio, i grandi fondi USA come BlackRock o Vanguard – inizialmente freddi – attraverso i loro comparti indicizzati hanno tratto beneficio dalla presenza di Aramco nei listini emergenti durante la fase di rally petrolifero post-Covid. Resta però da vedere se questo miglioramento di percezione sia duraturo.

La volatilità legata ai prezzi energetici e le incognite di lungo periodo (transizione energetica, possibili nuove tensioni geopolitiche) inducono molti a mantenere un approccio prudente. Un altro aspetto rilevante è l'evoluzione delle strategie di allocazione dei fondi sovrani verso Aramco nel tempo.

Il Public Investment Fund saudita, beneficiario dei proventi dell'IPO, ha visto accrescere il proprio ruolo nell'economia domestica grazie a quei \$30 miliardi incassati. Altri fondi sovrani regionali che hanno investito in Aramco tendono a considerarlo un investimento di lungo periodo, quasi para-statale, più che una posizione tattica da trading. La bassa liquidità flottante del titolo nei primi tempi, pari solo all'1,5% di azioni poste sul mercato, ha peraltro limitato le possibilità per investitori attivisti o opportunistici di entrare e uscire liberamente.

Consapevole di ciò e desiderosa di aumentare la partecipazione estera, l'Arabia Saudita ha pianificato ulteriori *share offerings*: nel 2021 Aramco ha sondato il mercato per vendere privatamente una tranche a investitori strategici cinesi, e nel 2023-24 ha avviato una seconda offerta pubblica di azioni (secondaria, da parte dell'azionista Stato) per circa lo 0,7% del capitale, con lo scopo dichiarato di *“ampliare la base azionaria tra investitori sauditi e internazionali e incrementare la liquidità e il peso di Aramco negli indici globali”* <sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup>Zawya. “Saudi Aramco IPO: The Story Behind the Most Valuable Listed Company in History.” *Zawya.com*. <https://www.zawya.com/en/markets/saudi-aramco-ipo-the-story-behind-the-most-valuable-listed-company-in-history-rvmf9z3x>

<sup>114</sup>Reuters, “Climate Change and Aramco’s IPO,” 2019

Questa mossa conferma che, col senno di poi, il governo saudita ambisce ora ad attirare più investitori occidentali nel capitale Aramco, forte di due anni di risultati positivi e distribuzioni generose. Se il collocamento 2019 era stato calibrato soprattutto su piazza locale, le operazioni successive hanno avuto lo scopo di riequilibrare la struttura proprietaria, aprendo maggiormente a capitali globali, inclusi i fondi di investimento europei e americani che in prima battuta erano rimasti fuori.

In conclusione, le reazioni degli investitori alla IPO Aramco delineano un case study complesso: inizialmente molti fondi occidentali hanno espresso scetticismo per motivi di valutazione, ESG e governance, lasciando che fossero gli attori regionali a sostenere l'offerta; successivamente, complice la performance robusta di Aramco, una parte del capitale internazionale è confluito indirettamente attraverso gli indici e vi è stato un graduale aumento dell'interesse istituzionale verso ulteriori tranche di mercato.

Permangono differenze filosofiche, in quanto i fondi con forte mandato ESG tendono tuttora a evitare Aramco, coerentemente con politiche di disinvestimento dai combustibili fossili, mentre investitori value e fondi sovrani petroliferi la considerano un asset imprescindibile nel settore energy per cash flow e riserve. Il *geopolitical risk* continua a essere monitorato da vicino ed eventi come gli attacchi del 2019 o le tensioni USA-Iran possono in futuro influire sul sentiment e sui flussi di capitale occidentale. In definitiva, la *percezione degli investitori* riflette l'eccezionalità del caso Aramco, società dall'enorme solidità industriale e finanziaria, ma la cui quotazione incrocia temi di sostenibilità, politica e strategia nazionale in misura ben maggiore rispetto ad una normale blue-chip.

## CAPITOLO 3

# Saudi Aramco e la transizione energetica, tra impegno reale e greenwashing

### 3.1 Strategie operative per la transizione

Saudi Aramco ha adottato un insieme di strategie operative con l'obiettivo di bilanciare la propria posizione di gigante petrolifero con la necessità della transizione energetica globale. Tra queste sono compresi enormi investimenti in tecnologie di Carbon Capture and Storage (CCS) e nello potenziamento dell'idrogeno a basse emissioni di carbonio, iniziative volte a ridurre le emissioni complessive e a migliorare l'efficienza produttiva, nonché l'adozione di innovazioni tecnologiche nel settore energetico. Di seguito si analizzano in dettaglio tali strategie, evidenziandone la portata e il ruolo nel percorso di transizione dell'azienda.

#### 3.1.1 Investimenti in Carbon Capture and Storage (CCS)

Saudi Aramco è all'avanguardia regionale nel Carbon Capture and Storage, considerandolo una leva tecnologica primaria per decarbonizzare le proprie attività. Già nel 2015 l'azienda ha avviato un progetto pilota di CCS con Enhanced Oil Recovery (EOR) presso il giacimento di 'Uthmaniyah (campo di Ghawar), reiniettando annualmente circa 0,8 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> separata dagli impianti gas di Hawiyah.

Questo progetto, il primo su larga scala nel Medio Oriente, ha consentito sia un incremento del petrolio recuperato che il sequestro stabile della CO<sub>2</sub> nel sottosuolo, dimostrando la fattibilità tecnica del CCS su scala industriale <sup>115</sup>. Sulla scorta di tale successo, Aramco ha avviato un notevole ampliamento delle infrastrutture CCS. Nel Sustainability Report 2023 la compagnia ha annunciato l'obiettivo di catturare e stoccare 11 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> all'anno entro il 2035, target poi alzato a 14 Mt/anno al 2035. Gran parte di questa capacità confluirà in un futuro hub CCS a Jubail<sup>116</sup>, nell'area industriale saudita, dove è allo studio un impianto da 9 Mt/anno entro il 2027, di cui 6 Mt dedicate alle emissioni operative di Aramco, quali raffinerie e impianti gas, e 3 Mt per emissioni di altri operatori locali.

---

<sup>115</sup>Aramco LIFE. "Smarter Oil and Gas Production." *Aramco LIFE*, December 2021. <https://www.aramcolife.com/en/publications/elements/en/articles/2021/12/smarter-oil-and-gas-production>

<sup>116</sup>Pipeline Fighters. "Extracted: Daily News Clips – 12/4/24." *PipelineFighters.org*, December 4, 2024. <https://pipelinefighters.org/extracted/extracted-daily-news-clips-12-4-24>

L'hub raccoglierà CO<sub>2</sub> da varie fonti industriali<sup>117</sup> (impianti di trattamento gas, produzione di idrogeno, cementifici, ecc.) per convogliarla verso siti di stoccaggio geologico profondi onshore/offshore. In parallelo, Aramco ha avviato innovative soluzioni CCS a partire nel 2023, con l'Università KAUST, tramite un test pilota di cattura minerale in situ, iniettando CO<sub>2</sub> in formazioni basaltiche sotterranee per indurre la mineralizzazione in carbonati solidi, soluzione ritenuta promettente per il sequestro in forma permanente.

Tramite accordi con partner internazionali, la società sta valutando nuove tecnologie di cattura e utilizzo della CO<sub>2</sub>, come ad esempio un MoU con Aker Carbon Capture (Norvegia) per sistemi di cattura modulari, un investimento (via Aramco Ventures) nella startup americana CarbonCapture Inc. specializzata nel Direct Air Capture ed una collaborazione con Siemens Energy per installare un'unità pilota di DAC a Dhahran. Si delinea quindi un approccio multiplo, che rafforza le applicazioni già mature (cattura post-combustione con stoccaggio in giacimenti) e, al contempo, sperimenta tecniche emergenti come DAC e mineralizzazione. Accanto al Carbon Capture and Storage (CCS), Aramco abbraccia il modello della Circular Carbon Economy (CCE) promosso dall'Arabia Saudita in sede G20, per cui le emissioni residue vanno ridotte, riutilizzate, riciclate e rimosse anziché rilasciate in atmosfera. In quest'ottica, Aramco investe anche nel riutilizzo della CO<sub>2</sub> catturata, come ad esempio come feedstock per metanolo o materiali da costruzione e in soluzioni nature-based per compensare le emissioni non eliminabili.

Dal 2022 ha avviato su larga scala programmi di riforestazione, piantando oltre 30 milioni di mangrovie in Arabia Saudita, per le quali si stima una capacità di assorbimento di circa 445 mila ton di CO<sub>2</sub> ed ha iniziato ad acquistare crediti di carbonio volontari (es. 1 milione di crediti in un'asta in Kenya, altri 0,5 milioni ritirati nel 2023).

Sebbene tali cifre siano ancora limitate rispetto alle emissioni totali, Aramco indica che offset e soluzioni naturali costituiranno uno dei "5 pilastri" per compensare le emissioni difficilmente abbattibili, contribuendo al target di riduzione di 52 MtCO<sub>2</sub>eq entro il 2035. L'insieme di queste iniziative riflette la volontà di Aramco di mitigare l'impronta carbonica del core business petrolifero senza rinunciare alla sua capacità produttiva, integrando il CCS e la CCE nella propria strategia di transizione.

---

<sup>117</sup>Saudi Aramco. *Sustainability Report 2024*. Dhahran: Saudi Aramco, 2024. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/reports-and-presentations/2024/fy/sections/ara-2024-sustainability-english.pdf>

### 3.1.2 Investimenti in idrogeno (blu e verde) e riduzione delle emissioni

Nell'ambito dell'economia dell'idrogeno, Aramco vede un'opportunità di lungo termine soprattutto nell'idrogeno blu, prodotto da gas naturale con CCS, come complemento chiave della Circular Carbon Economy (CCE) saudita. La società ha avuto un ruolo chiave nel primo shipment mondiale di ammoniaca "blu", derivata da idrogeno low-carbon, grazie al quale, nel 2020, in collaborazione con il Ministero giapponese e SABIC, Aramco ha prodotto e spedito 40 tonnellate di ammoniaca blu dal gas saudita verso il Giappone, catturando circa 50 tonnellate di CO<sub>2</sub> durante il processo, di cui 30 ton reimpiegare negli impianti SABIC per produrre metanolo e 20 ton reiniettate per EOR a 'Uthmaniyah <sup>118</sup>.

Questa dimostrazione, grazie anche al supporto dal governo giapponese, ha aperto la strada a future esportazioni di combustibili a basso contenuto di carbonio, facendo risaltare il potenziale di un'intera filiera dall'idrocarburo all'idrogeno, alla conversione in ammoniaca con cattura della CO<sub>2</sub> associata. Guardando avanti, Aramco sta investendo in R&S per ridurre i costi dell'idrogeno blu, attraverso, ad esempio, il miglioramento dell'efficienza dei processi di cattura della CO<sub>2</sub>. Forte della sua ampia produzione di gas naturale, la compagnia prevede di fornire idrogeno decarbonizzato sia al mercato interno, per raffinerie e utility, sia all'export globale, sotto forma di ammoniaca combustibile.

Parallelamente, pur non essendone il protagonista diretto, Aramco supporta lo sviluppo dell'idrogeno verde nel Regno, attraverso il mega-progetto NEOM Green Hydrogen (guidato da Air Products, ACWA Power e PIF) contribuendo, tramite sinergie tecnologiche e possibili accordi di off-take, a mantenere un ruolo di potenziale utilizzatore dell'idrogeno prodotto<sup>119</sup>. Sul fronte della decarbonizzazione dei consumi finali, Aramco adotta strategie tecniche per ridurre le emissioni pur continuando a valorizzare i combustibili tradizionali. Un esempio notevole è l'ingresso di Aramco nel settore automotive, avvenuto nel 2023 con l'acquisizione del 10% della joint venture "Horse Power" tra Renault e Geely, nata per sviluppare motori a combustione interna ad altissima efficienza e

---

<sup>118</sup>Saudi Aramco. "First Blue Ammonia Shipment." *Aramco.com*, September 2020. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2020/first-blue-ammonia-shipment>

<sup>119</sup>Heinrich-Böll-Stiftung. "An Energy Leadership Quest Takes Saudi Arabia from Big Oil to Big Hydrogen." *Heinrich-Böll-Stiftung – EU Office*, September 26, 2024. <https://eu.boell.org/en/2024/09/26/energy-leadership-quest-takes-saudi-arabia-big-oil-big-hydrogen>

sistemi ibridi avanzati <sup>120</sup>. In tale accordo Aramco fornirà la sua expertise sui carburanti sintetici e a idrogeno per alimentare motori tradizionali a basse emissioni.

Questa mossa insolita per una compagnia petrolifera, indica l'interesse strategico di Aramco a mantenere un ruolo di spicco nell'era della transizione della mobilità. La società punta su soluzioni come gli e-fuels (carburanti sintetici) e i motori alimentati a idrogeno per prolungare l'uso di combustibili liquidi a basso impatto carbonico, parallelamente allo sviluppo dei veicoli elettrici. In sintesi, l'approccio di Aramco al taglio delle emissioni favorendo l'abbattimento dell'intensità carbonica dei prodotti energetici, attraverso CCS ed idrogeno, rispetto a una sostituzione completa degli idrocarburi.

Ciò è evidente anche negli impegni climatici ufficiali: nel 2021 Saudi Aramco ha dichiarato l'intento di arrivare alla neutralità climatica (Net Zero) entro il 2050 per le sole emissioni operative Scope 1 e 2<sup>121</sup>, adeguandosi alla strategia nazionale saudita di neutralità al 2060. E' importante sottolineare che il target esclude le emissioni Scope 3, ossia quelle derivanti dall'uso dei prodotti venduti, che per una compagnia petrolifera rappresentano circa l'85% del totale<sup>122</sup>.

Diversamente da alcune major europee, Aramco non prevede dunque una diminuzione attiva della produzione di petrolio, né la compensazione integrale delle emissioni dell'uso finale presso i consumatori, ma punta a decarbonizzare il ciclo produttivo del barile, producendo un petrolio "low carbon" in termini di emissioni specifiche. La compagnia sostiene che il suo greggio potrà avere un ruolo nella transizione "pratica e inclusiva", offrendo energia con minore impronta carbonica.

Quest'approccio, che si concentra sulla riduzione dell'intensità emissiva più che sul taglio volumetrico della produzione, ha sollevato critiche da parte di osservatori esterni, che accusano Aramco di perseguire una transizione incrementale e di greenwashing, invece che un cambio di paradigma. Tuttavia, esso riflette la strategia dichiarata dell'azienda, che è quella di contribuire agli obiettivi climatici, senza rinunciare al ruolo centrale degli idrocarburi, grazie a ingenti investimenti in tecnologie di mitigazione delle emissioni.

---

<sup>120</sup>Reuters. "Aramco to Buy 10% Stake in Renault-Geely Thermal Engines JV." *Reuters.com*, June 28, 2024. <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/aramco-buy-10-stake-renault-geely-thermal-engines-jv-2024-06-28>

<sup>121</sup>Saudi Aramco. *Sustainability Report 2024*. Dhahran: Saudi Aramco, 2024. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/reports-and-presentations/2024/fy/sections/ara-2024-sustainability-english.pdf>

<sup>122</sup>Heinrich-Böll-Stiftung, "Big Oil to Big Hydrogen," 2024

### **3.1.3 Efficienza produttiva e innovazioni tecnologiche**

Uno dei pilastri principali della strategia di transizione di Aramco è la riduzione dell'intensità carbonica delle attività core attraverso il continuo miglioramento dell'efficienza energetica operativa e l'adozione di tecnologie innovative. La società vanta un solido programma interno di Energy Management, attivo sin dal 2000, che avrebbe già evitato l'emissione di oltre 31 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> fino al 2023, attraverso la realizzazione di centinaia di iniziative di ottimizzazione.

Tra queste misure vi sono il miglioramento dei processi industriali, la riduzione del flaring, ossia la combustione in torcia del gas residuo e l'ampio ricorso alla cogenerazione di energia elettrica e termica. I risultati più recenti confermano questo impegno, poichè nel solo 2023 Aramco ha dichiarato di aver implementato 110 progetti di efficienza, ottenendo un risparmio energetico di circa 6.700 boe/giorno e una riduzione di 0,73 Mt di CO<sub>2</sub> nelle emissioni annuali.

Tra le soluzioni adottate figurano sistemi di machine learning per ottimizzare in tempo reale il funzionamento di compressori gas e turbine, interventi di retrofit con caldaie e pompe più efficienti ed un massiccio programma di cogenerazione che ha tagliato del 23% l'intensità energetica degli impianti di stabilimento, performance riconosciuta come best practice dal World Economic Forum.

Inoltre, Aramco ha ottenuto la certificazione ISO 50001 a seguito di una efficiente gestione energetica in 40 siti operativi, segno di un approccio sistematico al miglioramento continuo delle prestazioni energetiche.

Un altro elemento determinante è la drastica riduzione delle emissioni di metano, gas serra dal potente effetto clima alterante, grazie ad investimenti in impianti di Fuel Gas Recovery (FGRU) per recuperare il gas che altrimenti verrebbe flammato e a rigorosi programmi di Leak Detection and Repair (LDAR) sulle fughe, consentendo ad Aramco di mantenere un'intensità di metano upstream estremamente bassa, intorno allo 0,05. Nel 2023 la compagnia ha recuperato 8,9 miliardi di scf di gas che sarebbero stati altrimenti bruciati in torcia. Queste operazioni consentono di avere duplice beneficio di ridurre le emissioni, aderendo agli obiettivi del Global Methane Pledge (impegno internazionale per tagliare le emissioni di metano) e dall'altro di aumentare la redditività, consentendo la vendita commerciale del gas recuperato, invece che sprecarlo come emissione.

Per quel che riguarda il fronte dell'innovazione tecnologica, Aramco, nel 2019, ha creato una divisione dedicata, la Aramco Ventures, con diversi fondi di corporate venture capital, con l'obiettivo di investire in startup e tecnologie emergenti in linea alle esigenze future dell'azienda. Nel 2022 ha lanciato un Sustainability Fund da \$1,5 miliardi, uno dei maggiori fondi VC al mondo, il quale si focalizza su tecnologie per la sostenibilità, gestito tramite Aramco Ventures. Nel gennaio

2023, la compagnia ha annunciato un'ulteriore iniezione di \$4 miliardi in Aramco Ventures, per portare il capitale totale destinato al venture investing a \$7 miliardi entro il 2027.

Queste risorse hanno consentito di acquisire partecipazioni in società estremamente evolute nell'ambito della decarbonizzazione dei trasporti, delle nuove energie e della digitalizzazione. Vanno qui richiamati gli investimenti nella citata CarbonCapture Inc. (tecnologia DAC per cattura CO<sub>2</sub> dall'aria), in Xpansiv (piattaforma dati per crediti di carbonio), in Rondo Energy (soluzioni per calore industriale a zero emissioni), nonché in varie startup di materiali avanzati e di intelligenza artificiale applicata all'energia.

Contestualmente, la società ha potenziato il proprio network globale di centri di R&D, ad oggi presenti a Dhahran, Houston, Parigi, Pechino ed altri poli, focalizzati su energie alternative e materiali non metallici (polimeri compositi). Proprio l'uso di questi ultimi, al posto dell'acciaio in settori come pipeline, edilizia e automotive delinea un filone strategico, che da un lato crea nuovi sbocchi per la produzione chimica, come i derivati petrolchimici, e, dall'altro va a ridurre le emissioni lungo i cicli di vita dei prodotti grazie alla maggiore leggerezza e resistenza alla corrosione di questi materiali. Infine, Aramco collabora con case automobilistiche e team motoristici, come ad esempio tramite sponsorizzazioni in Formula 1, per sviluppare carburanti sintetici a basse emissioni e migliorare l'efficienza dei motori a combustione interna.

Questo impegno, complementare al citato investimento diretto con Renault-Geely, mira a ritardare l'obsolescenza dei motori tradizionali rendendoli più puliti, in sinergia con gli sviluppi elettrici. Complessivamente, le strategie operative di Saudi Aramco per la transizione energetica si basano su un mix di abbattimento dell'intensità carbonica, tramite efficienza, innovazione e CCS e di diversificazione low-carbon, attraverso lo sviluppo e l'impiego di idrogeno blu/verde, combustibili sintetici, energie rinnovabili e materiali avanzati, nell'intento di coniugare la leadership nel core business oil & gas con le esigenze della sostenibilità futura <sup>123</sup>.

La strada che la compagnia sta percorrendo è quella di un'evoluzione tecnologica graduale, ma massiccia, supportata da ingenti investimenti, per assicurarsi un ruolo di primo piano anche in un contesto energetico globale a basse emissioni.

---

<sup>123</sup>Argus Media. "Aramco Sets 2035 Carbon Intensity Reduction Target." *ArgusMedia.com*, November 14, 2022. <https://www.argusmedia.com/en/news-and-insights/latest-market-news/2341481-aramco-sets-2035-carbon-intensity-reduction-target>

## 3.2 ESG e sostenibilità: reale impegno o facciata per Saudi Aramco?

Il dibattito su ESG (Environmental, Social, Governance) nel settore oil&gas ruota attorno alla capacità delle compagnie petrolifere di coniugare profitti e sostenibilità ambientale. Saudi Aramco dichiara di integrare principi di sostenibilità nella propria governance, affermando che “*considerazioni ambientali, sociali e di governance sono da tempo parte integrante del nostro approccio al business*” e che un modello interno di governance associa i target di sostenibilità agli obiettivi di business<sup>124</sup>. Tale modello prevede comitati, come ad esempio quello Health, Safety & Environment, dedicati al monitoraggio dei rischi ESG e linee guida interne per valorizzare gli investimenti “responsabili”. Tuttavia, l’analisi dei documenti ufficiali e dei rating indipendenti solleva dubbi sulla concretezza di questo impegno dichiarato.

### 3.2.1 Impegni ufficiali e reporting di Aramco

Saudi Aramco ha affrontato negli ultimi anni una crescente pressione a conformarsi agli standard internazionali in materia di sostenibilità e reporting ESG (Environmental, Social, Governance). Dopo la quotazione in borsa (IPO) nel 2019, la società ha iniziato a pubblicare report di sostenibilità annuali, dichiarando l’adesione a vari framework riconosciuti. In particolare, Aramco ha affermato di allineare i propri report agli standard del Global Reporting Initiative (GRI), fornendo indicatori chiave di performance su temi ambientali e sociali comparabili a quelli di altre aziende globali<sup>125</sup>. Inoltre, l’azienda ha iniziato a riferire secondo le metriche del Sustainability Accounting Standards Board (SASB) per il settore Petrolio & Gas, garantendo maggiore trasparenza verso gli investitori in merito ai fattori ESG materiali per l’industria.

Sul fronte della gestione del rischio climatico, Saudi Aramco ha espresso supporto per le raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)<sup>126</sup>, iniziando a includere nei suoi rapporti analisi sugli scenari di transizione energetica e sui potenziali impatti dei cambiamenti climatici sul proprio business. Oltre a GRI, SASB e TCFD, Aramco dichiara di contribuire agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) delle Nazioni Unite e di aderire ad

---

<sup>124</sup>Saudi Aramco. “Corporate Governance.” *Aramco.com*. <https://www.aramco.com/en/investors/environmental-social-and-governance/corporate-governance>

<sup>125</sup>Impakter Index. “Saudi Aramco Sustainability Report.” *Impakter.com*, October 2023. <https://impakter.com/index/saudi-aramco-sustainability-report>

<sup>126</sup>Carbon Tracker. “Oil Giant Aramco Still Doing Minimum to Tackle Emissions.” *CarbonTracker.org*, March 2024. <https://carbontracker.org/oil-giant-aramco-still-doing-minimum-to-tackle-emissions>

iniziative globali come l'impegno alla riduzione del gas flaring in linea con l'obiettivo della Banca Mondiale di eliminarlo entro il 2030 <sup>127</sup>.

Dal punto di vista della governance, l'IPO ha portato ad un rafforzamento di pratiche di reporting e controllo interno: la società ha costituito comitati di sostenibilità a livello di consiglio di amministrazione e ha iniziato a coinvolgere società terze per l'assurance indipendente di alcuni indicatori ambientali e sociali nei propri bilanci di sostenibilità. Questi passi indicano un impegno formale di Aramco nell'adottare standard ESG internazionali, almeno a livello di disclosure e strutture di governance. Nei suoi report di sostenibilità, Aramco ribadisce l'ambizione di diventare *“one of the lowest upstream carbon intensity producers”* e di raggiungere la neutralità climatica per le emissioni operative Scope 1 e 2 entro il 2050 <sup>128</sup>.

Nel report 2023 la compagnia ha mostrato dati verificati sulle proprie emissioni, avendo nel 2022 registrato circa 55,7 MtCO<sub>2e</sub> di emissioni Scope 1 e 10,3 MtCO<sub>2e</sub> di Scope 2. Viene inoltre evidenziato che, al 2022, l'intensità di carbonio upstream (kg CO<sub>2e</sub>/boe) era 9,3, tra le più basse del settore. A supporto di questi obiettivi, Aramco ha menzionato investimenti in tecnologie low-carbon (CCS, idrogeno blu) e partnership industriali, come, ad esempio, l'acquisto del 50% di un impianto di idrogeno blu (BHIG) a Jubail, che produrrà idrogeno con cattura e stoccaggio del CO<sub>2</sub> <sup>129</sup>. Tuttavia, i comunicati di Aramco enfatizzano solo il lato “upstream”, quello della fase produttiva, escludendo le emissioni Scope 3, legate all'uso dei combustibili venduti, che per una compagnia petrolifera rappresentano circa l'85% del totale.

La piattaforma Climate Action Tracker osserva che gli obiettivi di neutralità, previsti per il 2050, non includono queste emissioni “fuori dal perimetro di Aramco”<sup>130</sup>. In altre parole, il target aziendale promette la decarbonizzazione del proprio processo produttivo, ma non un calo della produzione o della domanda di idrocarburi.

Ciò spiega perché, nonostante le promesse “verdi”, Aramco intende addirittura aumentare leggermente la capacità produttiva entro il 2030, portandola a 12 milioni di bbl/giorno e di

---

<sup>127</sup> ClientEarth. “The Greenwashing Files: Aramco.” *ClientEarth.org*, 2023. <https://www.clientearth.org/projects/the-greenwashing-files/aramco>

<sup>128</sup> Saudi Aramco. “Sustainability Report.” *Aramco.com*. <https://www.aramco.com/en/sustainability/sustainability-report>

<sup>129</sup> Saudi Aramco. “Aramco Completes Acquisition of 50 Percent Stake in Blue Hydrogen, Industrial Gases Company.” *Aramco.com*, February 2025. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2025/aramco-completes-acquisition-of-50-percent-stake-in-blue-hydrogen-industrial-gases-company>

<sup>130</sup> Climate Action Tracker. “Saudi Arabia: Net Zero Targets.” *ClimateActionTracker.org*, 2024. <https://climateactiontracker.org/countries/saudi-arabia/net-zero-targets>

potenziare del 50% la produzione di gas <sup>131</sup>. A titolo comparativo si riportano *tabella 2* gli obiettivi della altre compgnie. I dati sono tratti da report pubblici delle compagnie e da analisi indipendenti; il simbolo “–” indica assenza di impegno formale. BP e Shell prevedono piani di crescita di rinnovabili, ma senza numeri espliciti comparabili (es. BP finanziamenti a progetti eolici/solari).

<b>Società</b>	<b>Obiettivo Net-Zero</b>	<b>Ambito emissions</b>	<b>Rinnovabile 2030</b>	<b>Nota</b>
<b>Aramco</b>	2050	Scope 1–2	~12 GW di rinnovabili	esclude Scope 3
<b>ExxonMobil</b>	2050	Scope 1–2	-	nessun target Scope 3, investimenti N/A
<b>BP</b>	2050	Tutte (1–3)	(bozza: 50+ GW)**	<i>investimenti in rinnovabili tramite joint-venture</i>
<b>Shell</b>	2050	Tutte (1–3)	(no cifra ufficiale)	riduzione di intensity 50% entro 2030*
<b>TotalEnergies</b>	2050	Tutte (1–3)	100 GW (soglia gross)	
<b>Chevron</b>	-	-	-	solo obiettivi di riduzione gas metano, nessun net-zero
<b>Eni</b>	2050	Tutte (1–3)	15 GW (installata)	<i>16% investimenti in low-carbon</i>

A livello formale, Aramco pubblica tutti gli anni un sustainability report (ultimo disponibile 2023) e i dati E&S vengono sottoposti a parziale assurance esterna. Tuttavia, l’analisi indipendente del contenuto di questi report rileva omissioni e discrepanze rispetto agli standard best-in-class. I critici hanno sottolineato come claim pubblicitari di Aramco siano stati giudicati ingannevoli. Nel

<sup>131</sup> Reclaim Finance. “Assessment of Oil and Gas Companies’ Climate Strategy.” *ReclaimFinance.org*, 2024. <https://reclaimfinance.org/site/en/assessment-of-oil-and-gas-companies-climate-strategy>

2020, un'inchiesta del Guardian segnalava come una campagna Aramco su slogan quali “potenziare un futuro più sostenibile” fosse stata ritirata dopo accuse di greenwashing<sup>132</sup>. Il gruppo ambientalista Stop Funding Heat definì le affermazioni «materialmente fuorvianti», dato che Aramco continuava ad aumentare la produzione di greggio fino al 2030 anziché ridurla. Inoltre, il *Guardian* calcolava che dal 1965 Aramco è responsabile di quasi il 5% delle emissioni globali storiche di CO<sub>2</sub>, un dato che smentisce le narrazioni aziendali improntate alla “sostenibilità” del business petrolifero.

### 3.2.2 Valutazioni ESG indipendenti

I principali rating ESG confermano che Aramco è percepita a rischio elevato rispetto ai peers. Secondo Sustainalytics, il *Corporate ESG Risk Rating* di Saudi Aramco è pari a 48,7 (categoria *Severe risk*), peggiore di quello di ExxonMobil (43,7, *Severe*) e decisamente superiore a Shell (36,5, *High*) e Chevron (37, *High*)<sup>133</sup>. Altre agenzie, come ad esempio MSCI, Institutional Shareholder Services, segnalano analoghe debolezze, anche se i rating non sono pubblici. Per confronto, TotalEnergies (29,9, *Medium risk*) e BP (33,2, *High*) godono di posizioni significativamente migliori<sup>134</sup>. In sintesi, i profili ESG delle maggiori oil companies risultano generalmente deboli, ma Aramco spicca per i peggiori indici di rischio ESG nei ranking pubblici disponibili.

Una parte importante di questi rating deriva dall'esame degli investimenti e delle strategie di transizione. L'organizzazione Reclaim Finance ha recentemente analizzato gli investimenti delle maggiori petrolifere e nazionali (inclusa Aramco) alla luce degli scenari climatici 1,5°C.

Ne emerge che Aramco investe ancora preponderantemente in idrocarburi, nella considerazione che per il triennio 2020–2022 circa il 78% dei capitali di Aramco è stato destinato all'esplorazione e produzione di oil&gas, mentre solo il 22% al downstream/refining, che include progetti di generazione elettrica, anche rinnovabile). Per il periodo 2024–2030 la compagnia non ha reso note cifre concrete di spesa in energie pulite; si stima tuttavia che l'unica espansione rinnovabile significativa programmata da Aramco sia di soli 12 GW entro il 2030, pari a meno dell'1% del suo mix energetico atteso<sup>135</sup>. Per contro, TotalEnergies, anch'essa esaminata da Reclaim Finance,

---

<sup>132</sup> The Guardian. “Saudi Aramco Removes ‘Sustainable Oil’ Adverts after Complaints.” *The Guardian*, April 29, 2020. <https://www.theguardian.com/business/2020/apr/29/saudi-aramco-removes-sustainable-oil-adverts-after-complaints>

<sup>133</sup> Sustainalytics. “ESG Risk Rating: Saudi Arabian Oil Co.” *Sustainalytics.com*, 2024. <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/saudi-arabian-oil-co/2000701971>

<sup>134</sup> Sustainalytics. “ESG Risk Rating: TotalEnergies SE.” *Sustainalytics.com*, 2024. <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/totalenergies-se/1008204546>

<sup>135</sup> Reclaim Finance, “Climate Strategy Assessment,” 2023

investirà massicciamente, impiegando il 16% dei propri capitali fino al 2027, in rinnovabili, puntando a 100 GW installati entro il 2030 <sup>136</sup>.

Allo stesso modo Eni ha previsto circa 15 GW di capacità rinnovabile entro il 2030, pari al 6% del proprio mix . In confronto, ExxonMobil, Chevron e BP non comunicano piani di spesa significativi in R&S energetica: nel 2023 Exxon non ha riportato alcun investimento in energie rinnovabili, mentre Chevron dichiara 13,7 mld\$ in Oil&Gas e nessuno nei renewables.

La sintesi seguente riassume alcuni di questi dati qualitativi:

- investimenti puliti: Aramco e Exxon parlano soprattutto di gas e petrolio; Shell e BP destinano ogni anno pochissimi miliardi alle “New Energies” rispetto ai dividendi agli azionisti;
- espansione upstream: nessuna major, compresa Aramco, ha rinunciato a esplorazione e nuovi giacimenti, con Aramco che mantiene l’impegno ad aumentare l’output petrolifero fino a 12 Mbbbl/g entro il 2027;
- portfolio energetico: mentre TotalEnergies e Eni stanno ampiamente diversificando il loro impegno nel solare, nell’eolico e nello sviluppo di batterie, Aramco consolida invece investimenti in idrogeno blu e progetti di carbon capture all’interno di un modello ancora fortemente fondato sul petrolio.

Le agenzie di rating ESG assegnano valutazioni diverse a seconda dei criteri. In generale, le major petrolifere ottengono rating ESG mediamente moderati/bassi a causa dell’alto impatto carbonico delle loro attività. Ad esempio, secondo fonti indipendenti BP, Shell e TotalEnergies sono tipicamente collocati nella fascia medio-alta per le azioni di transizione energetica intraprese, mentre compagnie come Aramco, ExxonMobil e Chevron hanno rating inferiori a causa della minore focalizzazione sulle rinnovabili e delle emissioni Scope 3 elevatissime. Tuttavia, nei report ufficiali non vengono riportati i punteggi ESG di MSCI o Sustainalytics.

### 3.2.3 Emissioni di gas serra e obiettivi di net-zero

I dati ufficiali riportati nei report di sostenibilità e annuali delle compagnie (anno 2023 o ultimo disponibile) mostrano grandi differenze nei livelli di emissioni e negli obiettivi climatici.

In *Tabella 3* sono confrontate le emissioni absolute (Scope 1, Scope 2 e ove disponibili Scope 3, espresse in MtCO<sub>2</sub>e) e i target di neutralità climatica (ambito di copertura e orizzonte temporale).

---

<sup>136</sup> TotalEnergies. “Solar Energy and Wind Energy.” *TotalEnergies.com*, 2024. <https://totalenergies.com/company/energy-expertise/explore-produce/renewable-energies/solar-energy-and-wind-energy>

Compagnia	Scope 1 (MtCO <sub>2</sub> e)	Scope 2 (MtCO <sub>2</sub> e)	Scope 3 (MtCO <sub>2</sub> e)	Obiettivo Net-Zero
Saudi Aramco	54.4 (2023)	13.0 (2023, mercato)	– (non dichiarate)	Net-Zero Scope 1+2 entro il 2050 <sup>137</sup> (Scope 3 escluso)
ExxonMobil	92 (2022)	6 (2022, mercato)	540 (2023, cat.11) <sup>138</sup>	Net-Zero Scope 1+2 da attività operative entro il 2050 (no target Scope 3)
BP	31.1 (2023)	≈1.0 (2023, calcolato)	315 (2023, cat.11)	Net-Zero operations e sales (copertura fino allo Scope 3) entro il 2050 <sup>139</sup>
Shell	~70 (2022) <sup>1</sup>	~4 (2022) <sup>1</sup>	≈250 (2022 stima <sup>1</sup> )	Net-Zero emissions nel business entro il 2050 (includendo riduzione intensità Scope 3) (fonti aziendali)
TotalEnergies	~60 (2022) <sup>1</sup>	~6 (2022) <sup>1</sup>	≈300 (2022 stima <sup>1</sup> )	Net-Zero tutta la catena del valore entro il 2050 (impegno aziendale)
Chevron	~70 (2022) <sup>1</sup>	~7 (2022) <sup>1</sup>	– (non dichiarate)	Scope 1+2 net-zero entro il 2050 (riduzione intense metano) (annunci aziendali)
Eni	~25 (2022) <sup>1</sup>	~5 (2022) <sup>1</sup>	≈150 (2022 stima <sup>1</sup> )	Net-Zero Scope 1+2 entro il 2050 (impegno pubblico)

Nella *tabella 3*, i valori certificati (Aramco, Exxon, BP) sono tratti dai rispettivi report ufficiali. Tutti i gruppi europei (BP, Shell, TotalEnergies, Eni) hanno annunciato obiettivi di Net-Zero al 2050 coprendo anche le emissioni di ciclo vita, indicate da Scope 3 o vendite di energia, mentre le

<sup>137</sup> Saudi Aramco. “Sustainability Report.” Aramco.com. <https://www.aramco.com/en/sustainability/sustainability-report>

<sup>138</sup> ExxonMobil. “Metrics and Data.” ExxonMobil.com, 2024. <https://corporate.exxonmobil.com/sustainability-and-reports/metrics-and-data>

<sup>139</sup> BP. *Sustainability Report 2024*. London: BP p.l.c., 2024. <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/sustainability/group-reports/bp-sustainability-report-2024.pdf>

americane (Exxon, Chevron), nonché Aramco, puntano al 2050 per Scope 1 e 2 operativi, senza impegno formale sul taglio delle Scope 3. I piani più ambiziosi includono la progressiva decarbonizzazione dell'intera filiera energetica dei prodotti venduti, come, tra l'altro, promesso da BP e TotalEnergies e consistenti riduzioni di produzione petrolifera, con BP che prevedeva un –40% di oil/gas entro 2030, poi corretto al –25%, mediante investimenti nelle rinnovabili.

### 3.2.4 Investimenti in energie rinnovabili e soluzioni low-carbon

Tutte le major hanno annunciato ampi piani di investimento in energie pulite e tecnologie low-carbon. Si riportano, di seguito, alcuni indicatori principali:

- ExxonMobil sta canalizzando ingenti risorse nel suo business “Low Carbon Solutions”. Ad esempio, dichiara oltre 20 miliardi di USD di investimenti in tecnologie a basse emissioni nel periodo 2022–2027<sup>140</sup> (oltre ai 5 mld USD pagati per acquisire Denbury, azienda di CCS). Circa metà di questo capitale è dedicata a ridurre le proprie emissioni operative (CCS, idrogeno, ecc.), il resto a soluzioni per terzi;
- BP ha investito 3,8 mld USD nel “transition growth” nel 2023, con il 67% destinato alle attività low-carbon (eolico, fotovoltaico, biocarburanti, EV charging, ecc.). Nel 2023 risultano 3,0 GW di capacità rinnovabile installata (4,0 GW nel 2024) e 8,2 GW in sviluppo/decisione finale d'investimento<sup>141</sup> (ad es. progetti eolici offshore, solare, bioenergia). Negli anni recenti BP ha completato acquisizioni strategiche (ad es. Lightsource bp, bp Bunge Bioenergia) per espandere la propria generazione pulita;
- TotalEnergies ha stanziato decine di miliardi di USD per espandere la propria produzione di elettricità pulita. Nei piani ufficiali prevede di passare da circa 10 GW installati (2022) ad oltre 35 GW entro il 2030, principalmente fotovoltaico ed eolico, land-based e offshore. La compagnia mira, inoltre, a investire massicciamente in idrogeno e biocarburanti per il trasporto<sup>142</sup>;
- Shell intende sviluppare oltre 25 GW di capacità rinnovabile entro il 2030, con già decine di GW nel suo portafoglio di progetti e conta di raddoppiare i ricavi da elettricità pulita e mobilità elettrica entro fine decade. Anche Shell investe in infrastrutture per

---

<sup>140</sup> ExxonMobil. “Growing Low Carbon Solutions.” *ExxonMobil.com*, 2024. <https://corporate.exxonmobil.com/sustainability-and-reports/advancing-climate-solutions/growing-low-carbon-solutions>

<sup>141</sup> BP, *Sustainability Report 2024*.

<sup>142</sup> TotalEnergies. *SDG Reporting 2023–2024*. Paris: TotalEnergies SE, 2024. [https://totalenergies.com/sites/g/files/nytznq121/files/documents/totalenergies\\_sdg-reporting-2023\\_2024\\_en.pdf.pdf](https://totalenergies.com/sites/g/files/nytznq121/files/documents/totalenergies_sdg-reporting-2023_2024_en.pdf.pdf)

l'idrogeno e ampi progetti di CCS, congiuntamente a Exxon ed altre compagnie europee<sup>143</sup>;

- Eni punta a crescere significativamente in rinnovabili, con un target di oltre 20 GW da installare entro il 2030, contro i 9–10 GW attuali e a realizzare investimenti nel settore green hydrogen. Recentemente Eni ha acquisito parchi fotovoltaici e avviato progetti eolici su scala industriale in Europa e Nord Africa<sup>144</sup>;
- Aramco ha iniziato a presidiare i mercati low-carbon tramite la sua divisione New Energies e fondi di venture capital. Nel 2023 ha stanziato fondi per tecnologie pulite, attraverso un Sustainability Fund da 1,5 mld USD nel 2022 e un'iniezione di 4 mld USD aggiuntivi nel gennaio 2023 e mostrato interesse in progetti come carburanti sintetici e idrogeno. Tuttavia, rispetto alle major occidentali gli investimenti Aramco in rinnovabili restano limitati, soprattutto se confrontati con le sue dimensioni complessive;
- Chevron ha annunciato investimenti nell'ordine di qualche decina di miliardi USD entro il 2030 per rinnovabili, CCS ed energia pulita, benché la quota dedicata al rinnovabile diretto resti finora inferiore a quella di altre compagnie europee<sup>145</sup>.

In generale, le major si attendono di allocare una frazione crescente del proprio capex alla decarbonizzazione. Ad esempio, BP ha dedicato nel 2023 il 23% del totale agli investimenti di “transizione”, rispetto a circa il 3% impiegato nel 2019; TotalEnergies prevede, invece, di spendere oltre 60 mld USD in low-carbon entro il 2030, mentre Shell mira a destinare circa 8–9 mld USD annui alle energie rinnovabili.

Le aziende petrolifere più grandi producono su ordini di grandezza differenti. I dati disponibili indicano quale produzione integrata di petrolio greggio e gas i sottonotati valori:

- Saudi Aramco, circa 12,8 milioni di barili/giorno nel 2023;
- ExxonMobil, circa 4 milioni di barili/giorno nel 2022–2023;
- Shell, circa 2,5–2,6 mln di barili/giorno nel 2022;
- TotalEnergies, circa 3,0 mln di barili/giorno nel 2022–2023;

---

<sup>143</sup> Shell. *Annual Report 2024*. London: Shell plc, 2024. <https://www.shell.com/investors/results-and-reporting/annual-report/> Shell plc, *Annual Report 2024*, (Londra: Shell, 2024), 14, [https://www.shell.com/investors/results-and-reporting/annual-report/\\_jcr\\_content/root/main/section/promo/links/item0.stream/1742873115632/6c20b8111738b9a590ba145f0d1c4fa0e530dae0/shell-annual-report-2024.pdf](https://www.shell.com/investors/results-and-reporting/annual-report/_jcr_content/root/main/section/promo/links/item0.stream/1742873115632/6c20b8111738b9a590ba145f0d1c4fa0e530dae0/shell-annual-report-2024.pdf).

<sup>144</sup> Eni. *Annual Report 2024*. Rome: Eni S.p.A., 2024. <https://www.eni.com/content/dam/enicom/documents/eng/reports/2024/ar-2024/Annual-Report-2024.pdf>

<sup>145</sup> Chevron. “Corporate Sustainability Report.” *Chevron.com*, 2024. <https://www.chevron.com/newsroom/media/publications/corporate-sustainability-report>

- Chevron, circa 3,2 mln di barili/giorno nel 2022;
- BP, circa 2,5 mln di barili/giorno nel 2023;
- Eni, circa 1,8 mln di barili/giorno nel 2022.

Questi valori, non sempre esplicitati nei report, riflettono l'ordine di grandezza della capacità produttiva, che evidenziano come Aramco rimane di gran lunga la più grande, con un vantaggio di 3–5 volte rispetto alle altre major occidentali. Nel settore oil&gas Aramco si presenta ufficialmente come promotore di una “transizione energetica realistica e inclusiva”, ma i dati suggeriscono un impegno limitato.

Da un lato, la compagnia ha sviluppato un'ampia reportistica ESG e target tecnici per le proprie emissioni dirette, mentre dall'altro, gli osservatori internazionali evidenziano che tali impegni (Scope 1–2, al 2050) escludono la fetta prevalente delle emissioni, previste con Scope 3 e sono accompagnati da una strategia di crescita della produzione fossile. I rating ESG riflettono questi limiti, con Aramco che risulta tra le più penalizzate, con rischio *Severe*, nelle classifiche ESG<sup>146</sup>. Rispetto a Exxon, BP, Shell, Eni e Total, Aramco e le altre NOC mediorientali appaiono meno ambiziose sugli obiettivi “green” e sugli investimenti nelle rinnovabili.

In definitiva, Aramco offre agli investitori e al pubblico un duplice messaggio, basato su una narrativa di sostenibilità e tecnologie low-carbon, e, nel contempo, la realtà di un modello di business ancora dominato dal petrolio.

La contrapposizione tra “impegno reale” e “di facciata” ESG emerge quindi dalla verifica empirica: se gli standard e i report Aramco rispondono a criteri formali di trasparenza, l'analisi critica dimostra che gran parte degli sforzi della compagnia resta centrato sul fossil fuel. La realizzazione delle promesse di transizione rimane perciò incerta, richiedendo un attento monitoraggio sui risultati concreti nei prossimi anni.

### 3.3 Il ruolo di Saudi Aramco nei mercati emergenti

Oltre la metà della popolazione mondiale vive in Asia, Africa ed America Latina ove si registra una crescita particolarmente rapida della domanda energetica <sup>147</sup>. In tale ambito, l'India, che si colloca quale terzo maggiore consumatore di risorse petrolife al mondo, avrà una delle più alte crescite della domanda di energia nei prossimi decenni, per effetto delle politiche di urbanizzazione e di industrializzazione sostenute da quel governo <sup>148</sup>. Parimenti l'Africa, che entro il 2030 ospiterà

<sup>146</sup> *Sustainalytics*. “ESG Risk Rating: Saudi Arabian Oil Co.” *Sustainalytics.com*, 2024.

<sup>147</sup> International Energy Agency (IEA). “Africa.” *IEA.org*. <https://www.iea.org/regions/africa>

<sup>148</sup> International Energy Agency (IEA). “Asia Pacific.” *IEA.org*. <https://www.iea.org/regions/asia-pacific>

circa un quinto della popolazione mondiale, vedrà crescere rapidamente i suoi fabbisogni energetici, nonostante il consumo pro capite sia tra i più bassi a livello globale. Sulla base di tali scenari futuri, Saudi Aramco, in veste di principale NOC (National Oil Company) mondiale, sta rafforzando la propria presenza al di fuori dall'area mediorientale, mirando ad acquisire stabili allocazioni dei suoi prodotti e a partecipare ai processi di transizione energetica che interesseranno i Paesi in via di sviluppo.

La compagnia saudita, per lo scopo, ha avviato un rafforzamento delle proprie attività in Africa, Asia e America Latina, siglando partnership strategiche con gli operatori locali, investendo, nel contempo, in progetti sia di tipo tradizionali, come upstream e downstream, che nelle rinnovabili e in infrastrutture energetiche<sup>149</sup>.

### 3.3.1 Espansione in Africa

L'impegno di Aramco nel continente africano ha subito un'accrescimento negli ultimi anni, a seguito della crescente cooperazione avviata con governi ed imprese locali. Come evidenziato dall'African Press Agency, la compagnia saudita sta stipulando degli accordi di partnership con paesi africani al fine di potenziare le infrastrutture energetiche, aumentare la capacità estrattiva di petrolio e gas dal sottosuolo e promuovere la crescita tecnologica dei propri partner. In aderenza a tale obiettivi, nel 2022 Aramco Trading, quale controllata commerciale di Aramco, ha sottoscritto un accordo attraverso il quale fornire 100.000 barili al giorno di greggio arabo ad un centro di raffinazione e petrolchimica egiziano, ubicato nella zona del Canale di Suez.

Tale intesa, sottoscritta con la Red Sea National Petrochemicals Company egiziana (RSNPC), è un esempio evidente di come Aramco possa utilizzare la fornitura di greggio come leva strategica, attraverso la quale penetrare nei mercati locali; l'accordo prevede, inoltre, l'acquisto di prodotti raffinati e petrolchimici da parte dell'azienda saudita, che permetta il consolidamento di una cooperazione di lungo termine<sup>150</sup>.

Anche in altri paesi del continente africano Aramco si è proposta quale fornitore affidabile di prodotti petroliferi. In tale ottica, il governo keniota ha recentemente rinnovato per ulteriori due anni un contratto pluriennale di importazione di carburanti che vede interessati, insieme ad Adnoc emiratina, anche Aramco ed Emirates National Oil Company. Tale accordo non solo garantisce

---

<sup>149</sup> APA News. "Saudi Arabia Expands Energy Cooperation with Africa." *apanews.net*, January 10, 2024. <https://apanews.net/saudi-arabia-expands-energy-cooperation-with-africa>

<sup>150</sup> Anadolu Agency. "Saudi Aramco Signs Crude Supply Deal with Egyptian Petrochemicals Firm." *aa.com.tr*, February 13, 2024. <https://www.aa.com.tr/en/energy/oil/saudi-aramco-signs-crude-supply-deal-with-egyptian-petrochemicals-firm/34635>

approvvigionamenti a prezzi di mercato per il Kenya, ma ha contribuito, come effetto secondario, a stabilizzare la valuta locale<sup>151</sup>.

Una parte dei carburanti importati dal Kenya vengono poi riesportati in paesi vicini, come Sud Sudan, RD Congo e Burundi, a conferma del ruolo di Aramco come fornitore regionale. Nel campo delle energie rinnovabili, nelle quali non è Aramco direttamente impegnata (si veda piuttosto l'investimento pubblico nel distributore ACWA Power), si registra un'espansione infrastrutturale di marca saudita nei mercati africani che pone Aramco quale interlocutore fondamentale nelle strategie di elettrificazione, in ragione del fatto che il solo settore delle energie rinnovabili in Africa sta attirando investimenti per decine di miliardi di dollari, prova tangibile che la domanda di tale energia nei Paesi emergenti è in rapida e costante crescita.

### 3.3.2 Espansione in Asia

Anche in Asia Aramco ha operato con visione strategica al fine di stabilizzare la propria posizione downstream e riuscendo a diventare un partner fondamentale, soprattutto in Cina e in India. Nel 2023 è stato riportato che Aramco ha intensificato le proprie attività in Cina, con investimenti per miliardi di dollari, concludendo un grande progetto di raffinazione ed acquisendo un'ulteriore quota in un gruppo petrolchimico privato. Più nel dettaglio, Aramco ha incrementato la sua partecipazione al 10% del produttore cinese Rongsheng Petrochemical, attraverso un investimento di circa 3,6 miliardi di dollari.

Tale accordo prevede, inoltre, una fornitura garantita di greggio di circa 480.000 barili/giorno, a favore della filiale Zhejiang Petrochemical Corp per 20 anni, operazione che la ha consentito di rafforzare la sua posizione come primo fornitore di petrolio cinese<sup>152</sup>. Tali accordi riflettono la volontà di Aramco di assicurarsi una via di accesso preferenziale ai mercati asiatici, in ragione del forte aumento dei consumi e delle conseguenti crescenti necessità energetiche di quelle economie emergenti.

Anche in India la compagnia saudita ha avviato accordi e partnership di significativa rilevanza. Fonti giornalistiche hanno riportato come Aramco sia in trattative avanzate per garantirsi la partecipazione a due grandi progetti di raffineria indiani gestiti dalle imprese statali BPCL (Stato del Maharashtra) e ONGC (Stato di Gujarat).

---

<sup>151</sup> Business Insider Africa. "Gulf States Commit \$6 Billion in Energy Deals within Weeks to Expand Footprint." *africa.businessinsider.com*, February 28, 2024. <https://africa.businessinsider.com/local/markets/gulf-states-commit-dollar6-billion-in-energy-deals-within-weeks-to-expand-footprint/hg23q5q>

<sup>152</sup> Reuters. "Saudi Aramco to Open New China Refinery, Petchem Complex in 2026." *Reuters.com*, March 26, 2023. <https://www.reuters.com/business/energy/saudi-aramco-open-new-china-refinery-petchem-complex-2026-2023-03-26>

Questi progetti, che rientrano nel piano indiano di diventare hub globale di raffinazione, prevedono investimenti di decine di miliardi di dollari ed in tale ambito, Aramco propone di fornire circa tre volte il volume di petrolio in proporzione alla quota che detiene nei progetti. Tale strategia evidenzia ancora una volta il modus operandi tipico di Aramco e cioè quello di usare i progetti downstream come mezzo per assicurarsi sbocchi a lungo termine per il proprio greggio. Tali accordi erano stati annunciati in parallelo alle voci di un accordo poi non realizzato con la major indiana Reliance, ma l'interesse di Aramco verso il mercato indiano resta elevato grazie alla rapida crescita dei consumi <sup>153</sup>.

La compagnia saudita è inoltre attiva nel Sud-est asiatico, ove opera attraverso la sua controllata Aramco Ventures, che nell'ottobre 2023 ha guidato un investimento da 10 milioni di dollari nella società singaporiana REDEX, una piattaforma per i certificati di energia rinnovabile (REC). Il CEO di REDEX ha dichiarato che questo finanziamento permetterà di espandere le operazioni in Medio Oriente e America Latina, a partire dall'Arabia Saudita <sup>154</sup>.

Tale operatività segnala come Aramco non solo punta a rafforzare i legami nella regione asiatica, ma stia ampliando le sue competenze nel mercato delle rinnovabili da esportate in altri mercati emergenti. Tutto ciò segnala l'espansione di Aramco in Asia sia attraverso operazioni tradizionali, come raffinerie e forniture di greggio, sia investimenti strategici nelle infrastrutture dell'energia pulita, in linea con la crescente domanda del continente.

### **3.3.3 Espansione in America Latina**

In America Latina Aramco ha posto la propria attenzione principalmente al mercato downstream, attraverso una serie di acquisizioni e di partecipazioni nella distribuzione di prodotti petroliferi. Nel 2024 la compagnia saudita ha completato l'acquisto di Esmax Distribución S.p.A., il terzo maggiore distributore di carburanti del Cile con 279 stazioni di servizio. Tale accordo, noto come il primo investimento retail di Aramco in Sud America, ha permesso alla compagnia di estendere la propria filiera di prodotti raffinati in una regione con mercati energetici stabili e in fase di crescita <sup>155</sup>. Allo stesso modo, nel marzo 2025 media peruviani hanno confermato che Aramco acquisterà Primax, distributore di carburanti con 2.185 stazioni fra Perù, Colombia ed Ecuador, per circa 3,5 miliardi

---

<sup>153</sup> Reuters. "Saudi Aramco Looks to Invest in Indian Refineries, Sources Say." *Reuters.com*, March 27, 2025. <https://www.reuters.com/markets/commodities/saudi-aramco-looks-invest-indian-refineries-sources-say-2025-03-27>

<sup>154</sup> Reuters. "Aramco Ventures Leads \$10 Mln Investment in Asia Renewable Service Provider Redex." *Reuters.com*, October 30, 2023. <https://www.reuters.com/business/energy/aramco-ventures-leads-10-mln-investment-asia-renewable-service-provider-redex-2023-10-30>

<sup>155</sup> Rigzone. "Aramco Completes Acquisition of Chile Fuels Retailer." *Rigzone.com*, March 5, 2024. <https://www.rigzone.com/news/aramco-completes-acquisition-of-chile-fuels-retailer-05-mar-2024-175956-article>

di dollari <sup>156</sup>. Alla luce di tali operazioni appare chiaro ed evidente l'interesse di Aramco nell'accedere direttamente al retail latinoamericano, che garantirà un ulteriore rafforzamento della propria presenza globale nel settore petrolifero.

Oltre a queste operazioni dirette, Aramco agisce in America Latina in forma indiretta tramite la sua controllata Saudi Basic Industries Corporation (SABIC). Nel 2020 Aramco ha acquistato il 70% di SABIC dal fondo sovrano PIF, garantendosi così le partecipazioni di SABIC in diversi impianti chimici latinoamericani, dato che SABIC gestisce impianti in Argentina, Brasile e Messico, che impiegano prodotti petrolchimici nei mercati emergenti locali <sup>157</sup>. Ciò amplia ulteriormente la presenza di Aramco nell'intero settore dell'energia e dei chemical in America Latina.

<b>Paese</b>	<b>Anno</b>	<b>Operazione</b>	<b>Descrizione</b>
Egitto	2022	Fornitura di greggio	Fornitura a lungo termine di 100.000 barili/giorno di petrolio arabo a un complesso di raffinazione e petrolchimica nella zona del Canale di Suez.
Cina	2023	Investimento equity	Acquisto del 10% di Rongsheng Petrochemical (circa 3,6 miliardi di dollari) e ampliamento della joint venture nella raffinazione in Zhejiang, con fornitura garantita per 20 anni.
India	2025	Progetto in trattativa	Trattative per una quota di partecipazione nelle raffinerie statali BPCL (Andhra Pradesh) e ONGC (Gujarat), con proposta di forniture di greggio in proporzione alla quota azionaria detenuta.

<sup>156</sup> Reuters. "Saudi Aramco Buys Fuel Distributor Primax: Peruvian Media Reports." *Reuters.com*, March 21, 2025. <https://www.reuters.com/markets/deals/saudi-aramco-buys-fuel-distributor-primax-peruvian-media-reports-2025-03-21>

<sup>157</sup> Rigzone, "Aramco Acquires Chile Retailer," 2024.

Cile	2024	Acquisizione retail	Acquisto di Esmax Distribución (279 stazioni di servizio), segnando l'ingresso diretto di Aramco nel mercato della distribuzione carburanti in Sud America.
Perù/Colombia/Ecuador	2025	Acquisizione retail	Acquisto di Primax (2.185 stazioni di servizio) per circa 3,5 miliardi di dollari, ampliando la presenza nel mercato dei carburanti in America Latina.
Kenya	2025	Accordo commerciale	Rinnovo per due anni di un accordo di importazione carburanti con Kenya Petroleum (in partnership con Adnoc ed ENOC), contribuendo a stabilizzare gli approvvigionamenti energetici kenioti.

*Tabella 4. Esempi di operazioni e investimenti significativi di Saudi Aramco in mercati emergenti (fonti). I casi elencati evidenziano come Aramco usi sia la leva degli investimenti di capitale sia accordi di fornitura strategica per consolidare la propria posizione nelle regioni in via di sviluppo.*

### 3.3.4 Partnership strategiche nel settore energetico

Oltre agli investimenti diretti, Aramco ricerca accordi di collaborazione con compagnie nazionali ed enti statali dei paesi emergenti. Queste alleanze hanno ad oggetto sia il comparto tradizionale dell'oil&gas che le energie rinnovabili e le infrastrutture correlate. In Africa, oltre alle forniture citate, Aramco ha stretto intese con il Continental Energy Chamber e altri organismi al fine di sostenere l'industrializzazione del settore energetico locale <sup>158</sup>. In Asia, partecipa spesso in joint venture con conglomerati come China National Petroleum (CNPC) o Sinopec, con l'accordo del

<sup>158</sup> The Southern African Times. "Saudi Arabia Expands Energy Ties with Africa, Strengthening Strategic Partnerships and Investment Commitments." *southernafRICANTimes.com*, February 14, 2024. <https://southernafRICANTimes.com/saudi-arabia-expands-energy-ties-with-africa-strengthening-strategic-partnerships-and-investment-commitments>

2023 con Rongsheng/ZPC citato sopra che è stato negoziato congiuntamente con il governo provinciale dello Zhejiang.

In India, inoltre, Aramco stringe patti con le compagnie nazionali BPCL e ONGC, entrambe a maggioranza statale, per assicurarsi quote di raffinazione e approvvigionamenti preferenziali. Un ambito di crescente interesse per la compagnia saudita è quello delle energie rinnovabili e delle infrastrutture energetiche avanzate, nei quali, sebbene Aramco sia tradizionalmente un'azienda petrolifera, ha destinato negli ultimi anni risorse per lo sviluppo di tecnologie verdi, spesso in partnership con operatori locali. Ad esempio, Aramco Ventures, espressione di venture capital della compagnia, ha investito in startup di idrogeno e batterie, finanziando la società statunitense HydoTech (elettrolizzatori) e guidato round per progetti solari in Asia<sup>159</sup>.

Nel contesto asiatico, si richiama l'investimento in REDEX (certificati di energia rinnovabile) che mostra l'interesse di Aramco per piattaforme di mercato che collegano fornitori di rinnovabili e aziende consumatrici di quell'area. Anche in Africa Aramco collabora indirettamente tramite joint venture e progetti congiunti. Sebbene l'attore pubblico principale delle rinnovabili saudite sia ACWA Power, il più grande investitore privato africano nel settore, Aramco partecipa a questi progetti mettendo a disposizione expertise tecnologica e finanziaria.

Un caso recente sono gli accordi con ACWA Power in progetti solari ed idroelettrici, finalizzati a valutare nuove applicazioni, come i sistemi di accumulo a flusso vanadio per il clima africano<sup>160</sup>. In tal modo, Aramco mira a diversificare la propria presenza nei Paesi emergenti che superi la sola fornitura di petrolio, attraverso l'applicazione di soluzioni integrate tra idrocarburi ed energie rinnovabili, in linea con la transizione energetica locale.

### 3.3.5 Opportunità per i produttori emergenti

I mercati emergenti offrono alle società petrolifere, siano esse nazionali o internazionali, notevoli opportunità di crescita. La rapida urbanizzazione, con la stima che entro il 2050 circa il 68% della popolazione globale vivrà in città<sup>161</sup> e l'aumento del reddito medio aumentano la domanda di energia elettrica e di prodotti raffinati. Nel continente africano e nel Sud-est asiatico, la domanda di energia elettrica per alimentare industrie, trasporti e servizi è prevista in forte aumento: a tal

---

<sup>159</sup> Saudi Aramco. *Annual Report 2024: Overview*. Dhahran: Saudi Aramco, 2024. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/reports-and-presentations/2024/fy/sections/ara-2024-overview-english.pdf>

<sup>160</sup> Arab News. "Saudi Aramco Charts Course for Future Expansion with Strategic Energy Focus." *Arab News*, December 5, 2023. <https://www.arabnews.com/node/2589219/business-economy>

<sup>161</sup> World Bank. "Urban Development Overview." *World Bank*, 2023. <https://www.worldbank.org/en/topic/urbandevelopment/overview>

proposito si ritiene che l’Africa necessiterà di quintuplicare la propria capacità di generazione se vorrà raggiungere gli obiettivi di sviluppo economico.

Più in generale, i paesi emergenti, che da soli raccolgono il 60% della popolazione mondiale <sup>162</sup>, dispongono di risorse di produzione di energia fossile relativamente limitate, stimate per il solo 20% delle riserve globali e sono già grandi importatori di petrolio e gas. Ciò significa che fornitori come Aramco possono contare su una domanda strutturalmente crescente di combustibili convenzionali nei mercati in via di sviluppo, almeno nel medio periodo. Allo stesso tempo, questi paesi presentano un enorme potenziale per le energie rinnovabili, in ragione che circa il 70% del potenziale globale di energie pulite è nelle regioni emergenti che richiedono ingenti investimenti in infrastrutture energetiche, aprendo, di conseguenza, la strada a progetti multipartenariali.

Inoltre, il Green Deal globale e gli obiettivi di sostenibilità spingono i governi dei paesi emergenti a modernizzare il loro settore energetico. Questo determina opportunità per i produttori già affermati, che possono mettere a disposizione tecnologie di ultima generazione, come impianti combinati gas-energia pulita, reti intelligenti e stoccaggio energetico, attraverso accordi di partnership con le autorità locali. In tale ambito, la trasformazione digitale delle reti e l’elettrificazione dei trasporti nei Paesi BRICS rendono particolarmente appetibili collaborazioni internazionali nelle infrastrutture di ricarica per veicoli elettrici e nella produzione di idrogeno verde. In sintesi, i produttori emergenti beneficiano di forti trend strutturali, quali aumento demografico, urbanizzazione, aumento dei consumi industriali, che garantiscono la crescita della domanda, mentre le competenze e i capitali stranieri, di cui Aramco è un chiaro esempio, possono colmare i gap tecnologici e finanziari esistenti.

### **3.3.6 Sfide e rischi**

Nonostante le opportunità, i produttori di petrolio che operano nei mercati emergenti devono affrontare importanti sfide. Innanzitutto, molte di queste economie presentano un grado elevato di rischio politico e legislativo. I governi possono cambiare le normative energetiche, imporre tassazioni o limitazioni agli investimenti stranieri, oppure subire instabilità che possono interrompere i progetti, come ad esempio in alcune nazioni africane instabili o in Balcani e in Asia sudorientale. Gli investitori tendono a percepire tali mercati come “rischiosi” proprio a causa della volatilità delle valute, dell’instabilità politica e della burocrazia locale. Secondo il World Economic

---

<sup>162</sup> RMI. *Powering Up the Global South*. Boulder, CO: Rocky Mountain Institute, 2024. [https://rmi.org/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2024/10/Powering\\_up\\_the\\_global\\_south.pdf](https://rmi.org/wp-content/uploads/dlm_uploads/2024/10/Powering_up_the_global_south.pdf)

Forum, meno del 15% degli investimenti globali in energie pulite è orientato verso i mercati emergenti, nonostante essi rappresentino oltre la metà della popolazione mondiale <sup>163</sup>.

Questo “deficit di fiducia” riflette preoccupazioni su possibili ipotesi di nazionalizzazione, inadempienze contrattuali o difficoltà di ripagare i progetti in tempo. Per esempio, non sono rari i casi in cui progetti di raffineria o centrali promessi non decollano a causa di ribassi di bilancio o cambi di strategia politica locale. Un altro fattore critico è la competizione internazionale, che porta anche le compagnie nazionali di altri paesi emergenti o le multinazionali occidentali alla ricerca di sbocchi in Asia, Africa e America Latina. In particolare, imprese cinesi e russe, che spesso offrono finanziamenti a condizioni vantaggiose, costituiscono una concorrenza significativa di cui Aramco deve tenere conto.

Inoltre, la transizione energetica globale impone obiettivi di decarbonizzazione che potrebbero ridurre il valore economico degli asset fossili nel lungo termine. Per i produttori emergenti e, quindi, per i loro partner stranieri, ciò significa la necessità di dover bilanciare gli investimenti in nuovi giacimenti o raffinerie con paralleli progetti “verdi”, nel campo eolico, solare e idrogeno, per non accusare un rapido gap tecnologico. Infine, va considerato anche il rischio di mercato, per cui una rapida crescita delle rinnovabili locali potrebbe ridurre la domanda di petrolio o una crisi economica mondiale ovvero un’inasprimento delle sanzioni internazionali potrebbe ridurre la capacità di spesa di questi paesi.

In sintesi, Saudi Aramco si sta imponendo nei mercati emergenti come attore chiave, sfruttando sia strategie di investimento diretto, attraverso progetti upstream/downstream, sia partenariati commerciali strategici.

Il suo approccio multi-funzione, che va dal trading di greggio alla partecipazione in strutture petrolchimiche, fino agli investimenti in energie pulite, testimonia la volontà di assicurarsi un ruolo di lungo termine nelle economie in rapida crescita di Asia, Africa e America Latina, nei quali Aramco apporta capitale, know-how e accesso alle infrastrutture globali, ottenendo nei paesi emergenti nuovi mercati e risorse locali in espansione.

Tuttavia, la particolare complessità politica e regolatoria di questi contesti, insieme alla crescente concorrenza globale ed alla imprescindibile necessità di affrontare la transizione energetica, richiedono una gestione attenta dei rischi. Se da un lato le opportunità, moltiplicate dai fattori della crescita demografica e dell’urbanizzazione accelerata, sono potenzialmente enormi, dall’altro le

---

<sup>163</sup> World Economic Forum. “Unlocking Clean Energy Investment in Emerging Markets.” *World Economic Forum*, April 2025. <https://www.weforum.org/stories/2025/04/unlocking-clean-energy-investment-in-emerging-markets>

sfide evidenziano l'importanza di disporre di soluzioni flessibili e di collaborazioni con attori locali. In ogni caso, l'intensificarsi degli investimenti sauditi in energia nei mercati emergenti testimonia un nuovo ordine nel panorama energetico globale, dove compagnie nazionali come Aramco non sono più solo esportatrici di petrolio, ma assurgono a vere e proprie multiutility globali. L'esito di questo fenomeno sarà determinante per definire la futura distribuzione di potere economico ed energetico nei Paesi in via di sviluppo.

## CAPITOLO 4

# Impatti globali: Saudi Aramco come modello per il settore energetico

### 4.1 Saudi Aramco come benchmark finanziario e operativo

#### 4.1.1 Andamento della capitalizzazione di mercato

L'IPO della Saudi Aramco, data la sua portata e gli interessi economico/finanziari, politici e sociali connessi è stata un'operazione di particolare complessità, che, investendo la più grande compagnia petrolifera al mondo, espressione del governo e della casa reale saudita, ha richiesto, per la sua piena attuazione, secondo il progetto iniziale, l'esecuzione di varie fasi a partire dal 2019, che vengono di seguito riassunte:

- dicembre 2019 (IPO): Aramco si quota a 32 SAR per azione; il primo giorno di contrattazioni il titolo registra un'apertura pari a 35.2 SAR ( $\approx$ \$9.39)<sup>164</sup>, facendo schizzare il valore di borsa a \$1,88T, il più alto mai raggiunto, superando quelli già eccezionalmente alti di Apple e Microsoft. Questo valorizza l'intero flottante, pari all'1,5% del capitale, a \$25,6B raccolti;
- marzo 2020 (shock OPEC+ e COVID-19): in seguito alla rottura dell'accordo OPEC+ con la Russia ed agli effetti del progressivo dilagare della pandemia legata al COVID 19, si ha un crollo del prezzo del petrolio. L'8 marzo 2020 le azioni Aramco accusano una perdita del 9,1%, posizionandosi a 30 SAR, scendendo sotto il prezzo d'IPO<sup>165</sup>. Il successivo 15 marzo 2020, il titolo tocca un minimo di circa 26.09 USD per azione ( $\approx$ 97.8 SAR), corrispondente a una capitalizzazione ben al di sotto dei \$1T;
- settembre 2020 (recupero): con la ripresa graduale della domanda globale dei prodotti petroliferi e con l'attuazione di tagli produttivi da parte di OPEC+, il titolo

---

<sup>164</sup> Al Jazeera. "Saudi Aramco Shares Surge 10 Percent on Stock Market Debut." *Al Jazeera*, December 11, 2019. <https://www.aljazeera.com/economy/2019/12/11/saudi-aramco-shares-surge-10-percent-on-stock-market-debut>

<sup>165</sup> Reuters. "Aramco Shares Fall 9%, below IPO Price for First Time as OPEC Pact Unravels." *Reuters.com*, March 8, 2020. <https://www.reuters.com/article/world/aramco-shares-fall-9-below-ipo-price-for-first-time-as-opec-pact-unravels-idUSKBN20V087>

rimbalza, raggiungendo, nel corso del mese, il valore di 36.95 SAR <sup>166</sup>, allineandosi di nuovo al valore di listino iniziale, in ragione di una stabilizzazione dei mercati;

- 2021–2022 (ripresa e volatilità geopolitica): l'economia globale riprende vigore e l'avvio della guerra tra Russia ed Ucraina del 2022 spinge la crescita dei prezzi del Brent oltre i massimi decennali. In tale situazione, Aramco macina profitti record di \$110B nel 2021 e \$161.1B nel 2022 <sup>167</sup>, consolidando una capitalizzazione superiore a \$1,9T anche nel 2022. Al termine del 2022 il mercato valuta la compagnia intorno a quella soglia, con il sito CompaniesMarketCap che indicava un valore attestato a circa \$1,88T alla fine del 2022);
- 2023–inizio 2025 (stabilità e calo): nel corso del 2023, in virtù della politica attuata sui dividendi ed in ragione di condizioni di mercato più calmo, l'utile 2023 si attesta a \$121.3B <sup>168</sup>, mentre il valore di borsa si consolida a circa \$2,13T a fine 2023. Nel 2024, l'utile registra un calo a \$106.2B <sup>169</sup>, con un successivo ridimensionamento della capitalizzazione, che a maggio 2025 la compagnia calcola ~\$1,62T<sup>170</sup>, per un prezzo di borsa attorno a \$ 6.64 USD. Questo andamento conferma l'attenzione di Aramco nel monitorare da vicino tutte le dinamiche del settore: la sua capitalizzazione record nell'autunno 2019 e alla fine del 2023 è stata sostenuta da risultati eccezionali, mentre shock geopolitici, legata ad accordi OPEC+ e crisi pandemica, hanno prodotto flessioni significative <sup>171</sup>. In sintesi, Aramco rappresenta il maggiore valore di borsa del comparto energetico globale, con una capitalizzazione che oscillando tra \$1–2T, a partire dal 2019, si è attestata su valori notevolmente superiori a tutte le principali major petrolifere. La sua quotazione ha seguito le stesse tendenze del prezzo del petrolio, con i picchi di domanda e i rialzi del greggio (recovery post-COVID, domanda asiatica, crisi Ucraina) che hanno

---

<sup>166</sup> Marmore MENA Intelligence. "Oil Price Move Yet to Lift Saudi Aramco's Share Price." *MarmoreMENA.com*, March 2024. <https://www.marmoremena.com/en/insights/oil-price-move-yet-to-lift-saudi-aramcos-share-price>

<sup>167</sup> Saudi Aramco. *FY 2021 Results – Press Release*. Dhahran: Saudi Aramco, 2022. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/reports-and-presentations/2021/q4---fy/saudi-aramco-fy-2021-results-press-release-english.pdf>

<sup>168</sup> Saudi Aramco. "Aramco Announces Full-Year 2023 Results." *Aramco.com*, March 10, 2024. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2024/aramco-announces-full-year-2023-results>

<sup>169</sup> Saudi Aramco. "Aramco Announces Full-Year 2024 Results." *Aramco.com*, March 10, 2025. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2025/aramco-announces-full-year-2024-results>

<sup>170</sup> CompaniesMarketCap. "Saudi Aramco Market Capitalization." *CompaniesMarketCap.com*, 2025. <https://companiesmarketcap.com/saudi-aramco/marketcap>

<sup>171</sup> Reuters. "Saudi Aramco Reports Record Profit of \$161.1 Billion in 2022." *Reuters.com*, March 12, 2023. <https://www.reuters.com/article/business/saudi-aramco-reports-record-profit-of-161-1-billion-in-2022-idUSNIKBN2VE047>

spinto in alto i profitti della compagnia ed il suo valore azionario, mentre gli eventi avversi (crisi OPEC+, lockdown) hanno impattato negativamente, riducendo il valore di borsa. Ciononostante, grazie alla sua scala incomparabile, Aramco ha mantenuto sempre una capitalizzazione assoluta ben superiore a quella dei concorrenti, che negli ultimi anni è stata superiore di oltre 2 volte quella di ExxonMobil, Chevron, ecc., confermandosi un punto di riferimento finanziario nel settore.



Figura 4: Confronto tra la capitalizzazione di mercato di Saudi Aramco (~\$1,9 T al maggio 2024) e altre grandi major petrolifere. La dimensione straordinaria di Aramco emerge dalla dominanza dei rettangoli a sinistra (aramco \$1.9T) rispetto a ExxonMobil (\$509B), Chevron (\$288B) e simili. Questo riflette come, nonostante l'andamento ciclico, Aramco sia rimasta il titolo energetico con il valore di borsa assoluto più alto al mondo. La capitalizzazione iniziale calcolata al prezzo d'IPO (32 SAR) era di circa \$1,7T, ma al debutto di dicembre 2019 il prezzo salì a 35.2 SAR (+10%), portando il market cap a \$1,88T.

## 4.1.2 Politica dei dividendi

Saudi Aramco, per statuto, distribuisce ogni anno ai suoi azionisti una somma fissa di utili, un dividendo che dall'IPO 2019 sino al 2022 è stato pari a \$75 miliardi annui, per un valore di circa \$18,75B per trimestre<sup>172</sup>. Nel 2021 la compagnia ha infatti mantenuto complessivamente tale valore in dividendi, distribuendo anche azioni gratuite nella proporzione 1 ogni 10<sup>173</sup>, come modo di reimpiegare parte degli utili. Lo stesso importo di base di \$75B è stato confermato anche per il 2022, con \$19,5B nel quarto trimestre<sup>174</sup>.

Tale decisione testimonia il costante impegno societario di remunerare profittevolmente gli azionisti anche in condizioni avverse, come accaduto nel 2020, anno in cui, nonostante un crollo dell'utile, il dividendo totale è rimasto \$75B. A partire dal 2023, grazie al raggiungimento di utili record, la politica redistributiva è stata potenziata attraverso la previsione di un dividendo *legato alla performance*, erogazione di dividendi extra proporzionali al cash flow. Ciò ha consentito, nel secondo semestre 2023, che venissero corrisposti due dividendi straordinari di \$9,9B ciascuno e nel quarto trimestre 2023 il dividendo base è stato innalzato a \$20,3B, con un incremento del 4% rispetto ai precedenti. Di conseguenza, il payout totale 2023 è aumentato a \$97,8 miliardi, registrando una crescita del 30% rispetto al 2022<sup>175</sup>.

Nell'esercizio 2024, pur con utili in contrazione a \$106,2B, il comitato di Amministrazione ha comunque aumentato il dividendo base per il quarto trimestre a \$21,1B (+4,2% YoY), attuando, però, una drastica riduzione del dividendo legato alla performance, sceso a \$0,2B per il Q4 2024, in confronto ai \$10,8B nel Q4 2023, segnalando una stabilizzazione del meccanismo. Nel comunicato di marzo 2025 la compagnia ha confermato, per l'anno 2025, una distribuzione complessiva prevista di \$85,4 miliardi<sup>176</sup>, elevata, ma comunque ben al di sotto dei \$124B che erano stati stimati per il 2024.

L'enorme flusso di dividendi di Aramco non ha paragoni nel settore, dal momento che nessuna tra le supermajor globali di settore si avvicina ai livelli assoluti di pagamento sauditi. Si noti, ad esempio, che ExxonMobil, con capitalizzazione di circa \$500–600B, stanziava normalmente meno di

---

<sup>172</sup> Arab Gulf States Institute in Washington. "High Dividend Payments Continue to Drain Saudi Aramco's Liquid Assets." *AGSIW.org*, March 28, 2024. <https://agsiw.org/high-dividend-payments-continue-to-drain-saudi-aramcos-liquid-assets>

<sup>173</sup> Saudi Aramco, *FY 2021 Results – Press Release*,

<sup>174</sup> Saudi Aramco. *FY 2022 Results – Press Release*. Dhahran: Saudi Aramco, 2023. <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/saudi-aramco-fy-2022-results-press-release-english.pdf>

<sup>175</sup> Saudi Aramco, "Full-Year 2023 Results," 2024

<sup>176</sup> Saudi Aramco, "Full-Year 2024 Results," 2025

\$20B all'anno. Grazie alla sua redditività eccezionale, il rendimento da dividendo di Aramco si è mantenuto su valori elevati, intorno al 4–5% del valore di borsa. Deve comunque considerarsi che il 90% delle azioni Aramco è detenuto direttamente dal governo saudita, con una quota con dell'8% in mano al fondo sovrano PIF)<sup>177</sup>, per cui i dividendi erogati confluiscono principalmente nelle casse pubbliche. In prospettiva, la nuova struttura, articolata in dividendo di base più bonus, permette di attribuire maggiori risorse al Tesoro saudita in periodi di alto profitto, così come segnalato da agenzie di rating, pur mantenendo un dividendo prevedibile di base anche in fasi più deboli.

### 4.1.3 Strategia di allocazione degli utili: dividendi vs reinvestimenti

Aramco investe la parte residua degli utili in attività strategiche, ma il bilanciamento tra payout e reinvestimenti è oggetto di dibattito. Secondo tradizione, dopo la distribuzione del dividendo minimo pattuito, i rimanenti profitti venivano in buona parte reinvestiti. Negli ultimi anni, in particolare, la compagnia ha intensificato gli investimenti destinati a progetti di crescita e diversificazione, con un capitale investito (capex) salito da \$31,9B nel 2021 a \$37,6B nel 2022, fino a raggiungere \$49,7B nel 2023. Nel 2024 Aramco ha raggiunto i \$53,3B complessivi, di cui \$50,4B organici, con una previsione per il 2025 di \$52–58B, che costituiscono valori record per l'azienda.

Attraverso tali fondi viene finanziata l'espansione delle risorse fossili e dei business core, per cui l'upstream di Aramco punta a incrementare la capacità sino a 13 milioni di bbl/giorno entro il 2027 e a far crescere di oltre il 50% la produzione di gas entro il 2030. Sul versante downstream, l'acquisizione, nel 2020, del 70% di SABIC per \$69,1B<sup>178</sup> ha permesso un notevole ampliamento dell'integrazione verticale e le capacità nel settore chimico della compagnia. Parallelamente, la società ha avviato lo sviluppo di nuovi settori energetici.

In particolare, nel 2022 è stato lanciato un Fondo Sostenibilità da \$1,5B destinato a tecnologie pulite, comeidrogeno blu, cattura del carbonio, rinnovabili, mentre nel 2023 sono stati commissionati due grandi impianti solari integrati, in grado di produrre in totale circa 2,66 GW e realizzato il suo primo investimento internazionale in GNL, oltre a seguire lo sviluppo di progetti in idrogeno e CCS. Questa duplice strategia, di elevati dividendi ed investimenti espansivi, ha comportato un pay-out ratio estremamente alto.

---

<sup>177</sup> Voronoi Markets. “Visualizing Saudi Aramco’s Eye-Watering Valuation.” *VoronoiApp.com*, 2023. <https://www.voronoiapp.com/markets/Visualizing-Saudi-Aramcos-Eye-watering-Valuation--1386>

<sup>178</sup> Saudi Aramco. “Aramco Announces Second Quarter and Half-Year 2020 Results.” *Aramco.com*, August 9, 2020. <https://www.aramco.com/en/news-media/news/2020/aramco-announces-second-quarter-and-half-year-2020-results>

Nel 2023, ad esempio, il free cash flow di circa \$101,2B è stato quasi interamente assorbito dai dividendi erogati, pari a \$97,8B e dagli investimenti, attestatisi a \$49,7B, generando un deficit operativo coperto dal drawdown delle riserve liquide. Ciò ha determinato che l'80% circa dei flussi è stato distribuito (pay-out), mentre solo una quota minore reinvestita. Conseguentemente, come è stato osservato dagli analisti, questa politica ha determinato un forte calo delle riserve di cassa, con asset liquidi passati da \$135B alla fine del 2022 a \$74B entro metà 2024, compresi dall'eccedenza di dividendi e spese in conto capitale. In termini tecnici, il rapporto tra dividendi e utile netto della compagnia suadita si è avvicinato o superato l'80% nei periodi di utile elevato, ben al di sopra delle medie del settore.

In definitiva, la strategia societaria cerca di bilanciare la remunerazione degli azionisti, soprattutto quelli statali, con la crescita futura, garantendo, da un lato rendimenti immediati con un dividendo «sostenibile e progressivo», dall'altro reimpiega sostanzialmente il surplus di ricavi in un consolidamento delle operazioni petrolifere e in nuovi business energetici. Tuttavia, tale mix di politiche solleva questioni di sostenibilità a lungo termine, in quanto il valore di dividendi elevati dipende fortemente da prezzi petroliferi favorevoli ed il trade-off risiede nel mantenere una sufficiente liquidità per finanziare i progetti chiave.

L'esperienza recente mostra che in una fase di prezzi più bassi Aramco può essere costretta a dover ridurre i dividendi straordinari al fine garantire gli investimenti futuri, come già accaduto nei primi mesi del 2024. In ogni caso, il modello economico di Aramco, con flussi di cassa abbondanti destinati in massima parte ad azionisti e ad attività di reinvestimento, la pone come riferimento di performance finanziaria nel panorama energetico.

## **4.2 Influenza sulle strategie di altre compagnie petrolifere**

L'IPO del 2019, che ha permesso a Saudi Aramco di diventare la società petrolifera più capitalizzata al mondo, ha posto le grandi compagnie occidentali (Big Oil: ExxonMobil, Chevron, BP, Shell) e le NOC di paesi emergenti di fronte nuove sfide altamente competitive e a nuove valutazioni strategiche. In un scenario già caratterizzato da pressioni in termini di sostenibilità ed ESG (come discusso nel Capitolo 3), l'operazione Aramco ha determinato una profonda comparazione tra modelli di business focalizzati sui rendimenti finanziari derivati dal petrolio e gli obiettivi in materia di transizione energetica. In tale situazione, le major occidentali hanno mantenuto, in parte, un approccio tradizionale orientato al petrolio e al gas, mentre alcuni cambiamenti introdotti, operati attraverso rivisitazioni di investimenti "green" ed aggiustamenti di

portafoglio, mettono in luce sia il nuovo panorama di mercato che le politiche incarnate dalla compagnia saudita, queste ultime oggetto di emulazione da parte di molte NOC emergenti, che hanno avviato iniziative di privatizzazione parziale e piani di diversificazione.

Di seguito si analizzano in dettaglio questi fenomeni. Le strategie industriali dei Big Oil sono rimaste in larga misura coerenti con la conservazione di rendimenti elevati per gli azionisti, piuttosto che scelte radicali di transizione. L'approccio integrato upstream/downstream di Aramco, caratterizzato da una forte produzione di petrolio con crescente spinta al gas e alle produzioni chimiche, non ha portato le major occidentali a vendere asset petroliferi in misura significativa, avendone alcune rafforzato l'allocazione. Ad esempio, Shell, sotto la nuova guida del CEO Wael Sawan, ha dichiarato di voler mantenere stabile la produzione di petrolio fino al 2030 e di focalizzarsi sul rafforzamento del business di gas/LNG e chimica <sup>179</sup>. ExxonMobil, pur annunciando investimenti nel basso contenuto di carbonio, stimati fino a 30 mld \$ entro il 2030, ha contemporaneamente confermato spese di progetto per un valore di 27–33 mld \$ annui ed un contestuale aumento della produzione oil&gas del 18% entro il 2030 <sup>180</sup>. Allo stesso modo, Chevron ha destinato due terzi del capex allo shale e alle risorse statunitensi (Permian), riflettendo un'attenzione primaria al core upstream.

Alla luce di tali iniziative, si può dedurre come le major abbiano limitato gli interventi strutturali sul loro portafoglio, in un panorama dove alcune acquisizioni e fusioni, mirate a rafforzare asset upstream o downstream, continuano, ma dal quale non emerge un ripensamento ispirato dall'IPO di Aramco, non registandosi, ad esempio, fusioni tra major o spin-off di divisioni già integrate. La politica adottata in materia di dividendi e di buyback riflette anch'essa un approccio che tende a competere con i rendimenti garantiti da Aramco. L'azienda saudita, tradizionalmente nota per un dividendo elevato e stabile, ha ottenuto una valorizzazione del titolo dovuto, in parte, alla generosità dei payout statali. Per non perdere terreno, le Big Oil hanno, conseguentemente, continuato a privilegiare la distribuzione agli azionisti. Shell ha recentemente aumentato il dividendo del 15% e innalzato il target di distribuzione (dividendo più buyback) al 30–40% del cash flow operativo. ExxonMobil e Chevron hanno invece optato per incrementi regolari, con la prima che a gennaio 2024 ha alzato il dividendo del 4%, mentre la seconda lo aumenta da decenni ogni anno.

---

<sup>179</sup> Reuters. "Shell to Boost Dividend, Cut Spending under New CEO Plan." *Reuters.com*, June 14, 2023. <https://www.reuters.com/business/energy/shell-boost-dividend-cut-spending-new-ceo-plan-2023-06-14>

<sup>180</sup> Reuters. "Exxon Mobil Forecasts Higher Capital Spending in 2024." *Reuters.com*, December 11, 2024. <https://www.reuters.com/business/energy/exxon-mobil-forecasts-higher-capital-spending-2024-12-11>

L'attuazione di tali politiche è passata anche attraverso il ricorso all'indebitamento, così come evidenzia un'analisi Reuters, per cui nei primi mesi del 2025 Shell e TotalEnergies hanno mantenuto buyback per 3,5 e 2 miliardi \$ rispettivamente, mentre Exxon ha distribuito 4,3 mld \$ di dividendi più 4,8 mld \$ di buyback, facendo crescere, in modo significativo, il debito complessivo di settore<sup>181</sup>. Come mostrato dal grafico sottostante, per ora le major sembrano voler privilegiare, in sostanza, un "business as usual" finanziario, tenendo alti i payout, pur a costo di caricare i bilanci di ulteriori obbligazioni.

#### 4.2.1 Le altre Big Oil seguono il modello saudita?

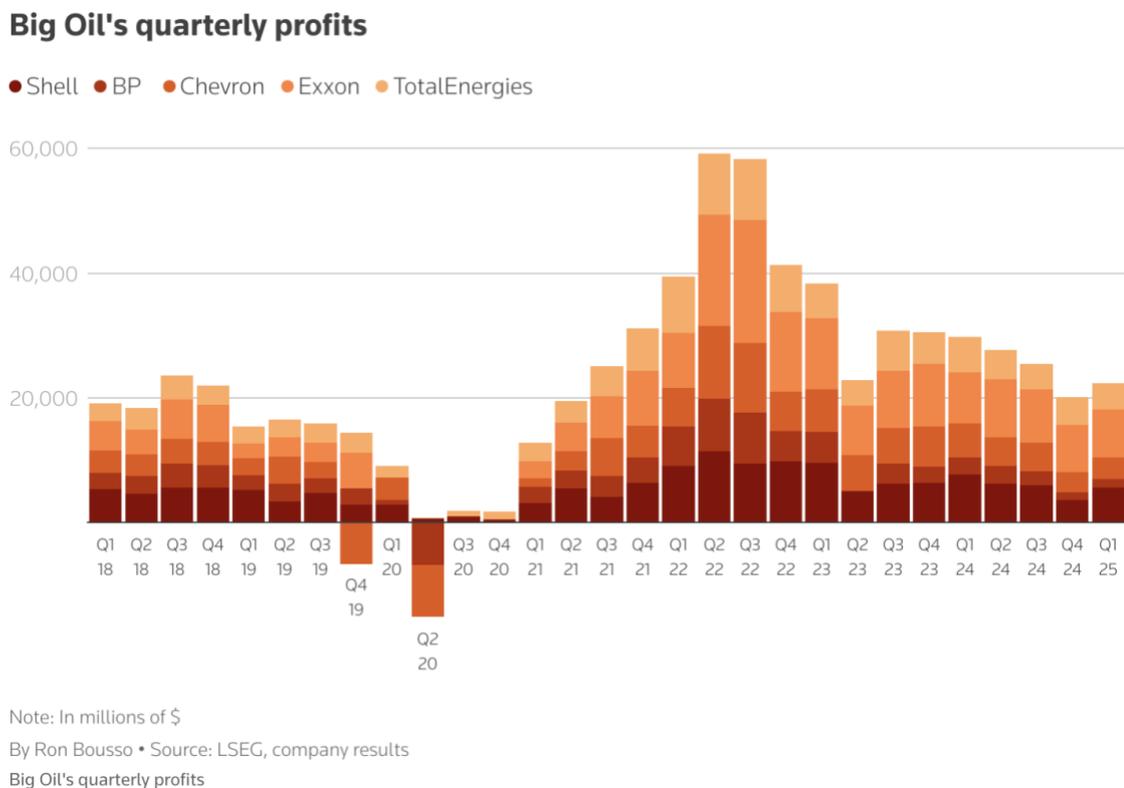


Figura 5 – Profitti trimestrali cumulativi delle Big Oil (Shell, BP, Chevron, Exxon, TotalEnergies) dal 2018 al Q1 2025. Si osserva il crollo dei profitti durante la pandemia e i picchi record nel 2022. Fonte: dati aziendali Reuters.

Gli esiti pratici di queste scelte finanziarie sono visibili nel livello di break-even richiesto dal greggio. L'analisi RBC mostrata nel grafico sopra riportato, evidenzia che le maggiori compagnie occidentali hanno bisogno di un prezzo del Brent intorno agli 80 \$/barrel per sostenere i loro attuali

<sup>181</sup>Reuters. "Big Oil in 'Business-as-Usual' Mode Despite Nearing Storm." *Reuters.com*, May 2, 2025. <https://www.reuters.com/markets/commodities/big-oil-business-usual-mode-despite-nearing-storm-bousso-2025-05-02>

dividendi e riacquisti azionari. Questo confronto implica che, a differenza di Aramco, che opera su un portafoglio statale pressochè immune alle fluttuazioni di mercato, le Big Oil devono mantenere politiche di tipo conservativo quando il mercato cambia. Sul fronte degli investimenti “green” e degli impegni di decarbonizzazione, l’influenza dell’esempio Aramco è stata sfumata.

Da una parte, le major occidentali avevano già annunciato ambiziosi piani di transizione, come ad esempio gli obiettivi Net-zero al 2050 per BP e Shell, e dall’altra, l’esperienza post-IPO di Aramco, nonché le recenti esigenze di cassa, hanno portato a significativi aggiustamenti al ribasso. Gli ultimi mesi hanno visto ribaltamenti importanti, con BP che ha tagliato di oltre 5 mld \$ gli investimenti in rinnovabili e gas a basse emissioni, destinando invece 10 mld \$/anno all’oil&gas fino al 2030<sup>182</sup>. Allo stesso modo, Shell, dopo la forte sottoperformance delle sue attività green, ha ridotto la spesa di capitale e preferito ripristinare una politica legata ai dividendi più generosa<sup>183</sup>. Come commentato dalle fonti Reuters, queste mosse sono destinate a “riconquistare la fiducia degli investitori” in mercati dell’energia fortemente volatili.

In generale, pertanto, l’esempio saudita non ha innescato un’ondata di nuovi investimenti nelle energie pulite tra le Big Oil, ma, addirittura, come segnalano alcuni analisti, si registra un “ritorno” della strategia core nel fossile. D’altra parte, l’entità degli investimenti green delle major resta piccola rispetto al volume complessivo di business. Uno studio comparativo del 2022 mostra come, nonostante la forte retorica sui cambiamenti climatici, gli investimenti in energie alternative rappresentino ancora una quota trascurabile nel bilancio di BP, Chevron, Exxon e Shell<sup>184</sup>. Tale evidenza è coerente con il fatto che gran parte delle risorse finanziarie sono tuttora destinate al petrolio e al gas.

Ciò significa che imitare il modello Aramco, fortemente orientato sul petrolio, potrebbe accentuare la discrepanza tra discorso ESG e azioni concrete già documentata. In altre parole, benché le Big Oil parlino sempre più di sostenibilità (cfr. Capitolo 3), le loro decisioni strategiche, assunte dopo l’IPO Aramco, indicano un sostanziale ritorno allo status quo degli idrocarburi. Questo orientamento si riflette anche nelle politiche del debito, allorchè, nonostante i grandi proventi recenti

---

<sup>182</sup> Reuters. “BP Ramps Up Oil, Gas Spending by \$10 Billion as CEO Rebuilds Confidence.” *Reuters.com*, February 26, 2025. <https://www.reuters.com/markets/commodities/bp-ramps-up-oil-gas-spending-10-billion-ceo-rebuilds-confidence-2025-02-26>

<sup>183</sup> Reuters, “Shell to Boost Dividend,” 2023

<sup>184</sup> Siddiq, Areeba, Ammar Yaser, and Faiza Alam. “How Do Clean Energy Investments Relate to Corporate Communication and Greenwashing? A Panel Data Study of Oil and Gas Firms.” *PLOS ONE* 18, no. 3 (2023): e0263596. <https://ideas.repec.org/a/plo/pone00/0263596.html>

illustrati nella figura 5, le compagnie hanno optato per l'indebitamento piuttosto che per il ridimensionamento dei programmi di buyback.

Volendo fare una valutazione complessiva, non si osserva dunque un vero e proprio “effetto Aramco” di riallocazione massiccia delle risorse, quanto, piuttosto, incentivazione, da parte delle major, a difendere i propri valori di mercato, attraverso dividendi alti e ritorni agli azionisti, anche a costo di un maggiore indebitamento. Alcuni analisti hanno ritenuto tali scelte come espressione di «business as usual» non lontana dai modelli preesistenti. A fronte di questo conservatorismo finanziario, solo in una limitata misura si nota un'attenzione volta alla riduzione del debito come obiettivo, allorchè BP, per esempio, ha annunciato tagli agli investimenti complessivi per contenere lo stock di debito. Tuttavia, nessuna major ha adottato strutture di governance ispirate direttamente a quelle di Aramco; le loro assemblee societarie, organi di controllo e pratiche di reporting rimangono soggette agli standard dei mercati occidentali, senza modifiche rilevanti dovute all'esempio saudita.

Dal punto di vista competitivo, le risposte sono state eterogenee, ma non drastiche. Alcune majors, come BP e Shell, hanno già rivisto parte dei precedenti piani di transizione, avvicinandosi a una strategia più simile a quella di Aramco, caratterizzata da un ritorno agli investimenti nell'oil&gas <sup>185</sup>. ExxonMobil, pur sviluppando soluzioni a basse emissioni, attraverso CCUS ed idrogeno blu, continua a privilegiare progetti offshore e shale ad elevato rendimento. In termini di mix upstream/downstream, non si segnalano sostanziali novità, con le compagnie occidentali che restano in larga parte integrate e con investimenti dove la redditività è maggiore. Ad esempio, Shell ha confermato l'espansione nei terminal e nella chimica, anche con la scissione, avvenuta nel 2022 in Shell e New Energies, pur rimanendo su volumi di output relativamente stabili. Parimenti, Chevron è rimasta concentrata su raffinazione e gas, con l'acquisizione di Noble Energy, senza spostare, in modo netto, la sua attenzione verso il mondo dell'elettrico.

Queste scelte evidenziano la tendenza comune per cui invece che avviare una strategia radicalmente nuova ispirata all'impronta integrata e statale di Aramco, le major occidentali hanno rafforzato la propria “politica difensiva” mirata a conservare i vantaggi competitivi del petrolio e a rispondere agli investitori con profitti elevati, allineandosi solo parzialmente alla lezione saudita.

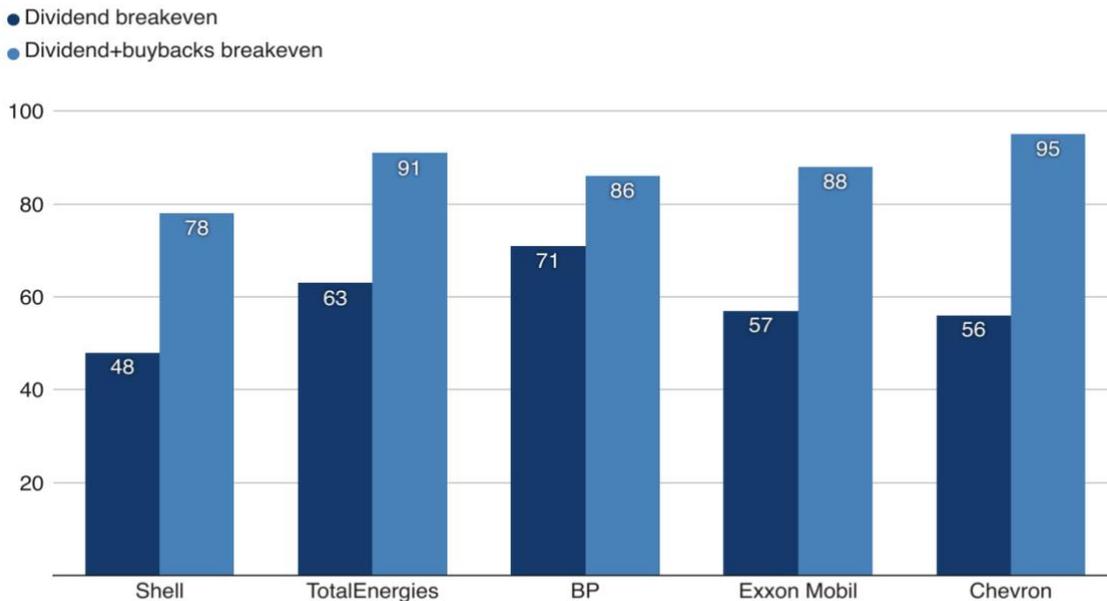
---

<sup>185</sup> Reuters, “BP Ramps Up Oil, Gas Spending,” 2025

## 4.2.2 National Oil Companies nei mercati emergenti: IPO e diversificazione.

### Big Oil's breakevens

Top western oil firms need an average oil price of around \$80 a barrel to sustain their shareholder returns in 2025



Note: Average price of Brent crude oil in \$

• Source: RBC Capital Markets

Top western oil firms need Brent crude oil prices of at least \$80 a barrel to sustain their shareholder returns

*Figura 6 – Prezzi del Brent necessari a sostenere i programmi attuali di dividendi e riacquisti azionari delle Big Oil (valori medi stimati). In media, serve intorno a \$80/barile per coprire le politiche di rendimento finanziario in atto nel 2025. Fonte: RBC Capital Markets (Reuters) <sup>186</sup>.*

In parallelo, diverse compagnie petrolifere statali dei paesi emergenti hanno intrapreso strategie di parziale privatizzazione ed espansione finanziaria che ricalcano il modello Aramco. Un recente articolo del *World Oil* segnala, ad esempio, che in Nigeria la nuova NNPC (National Petroleum Company) è ormai nelle fasi finali di un progetto di preparazione per una IPO parziale, mentre in Angola Sonangol ha annunciato l'offerta al pubblico di circa il 30% delle sue azioni.

Queste iniziative sono motivate dagli stessi obiettivi che hanno guidato l'IPO saudita, mirate a reperire capitali freschi per potenziare investimenti e infrastrutture e a migliorare trasparenza e governance societaria. In entrambi i casi citati, l'aspettativa è che l'ingresso di investitori privati

<sup>186</sup> Reuters, "Big Oil in 'Business-as-Usual' Mode," 2025

possa avviare un processo di modernizzazione delle NOC, rendendole più “commerciali” e meno dipendenti dai finanziamenti statali <sup>187</sup>.

Anche nei Paesi del Golfo vi sono esempi su questa scia, con l’ADNOC degli Emirati Arabi che ha quotato in Borsa fra il 2023 e il 2024 quote di filiali chiave, fra cui la società del gas, con il 5% quotato nel marzo 2023, e la società logistica marittima, con il 19% quotato nel maggio 2023, che ha permesso una raccolta complessiva di oltre \$3 mld <sup>188</sup>. Tali offerte hanno incontrato un forte interesse del mercato, accompagnate dalla promessa di destinare i proventi alla diversificazione economica, con la stessa ADNOC, che dichiarato che le vendite di asset sono destinate a finanziare lo sviluppo di nuovi settori e a ridurre la dipendenza dal petrolio.

<b>Paese</b>	<b>NOC (società statale)</b>	<b>Dettagli IPO/Privatizzazione</b>	<b>Note/Obiettivi</b>
Nigeria	NNPC (Nuova National Petroleum Co.)	IPO in preparazione (legge PIA 2021)	Da statale a entità commerciale, trasparenza e capitali
Angola	Sonangol	IPO prevista (fino al 30% delle azioni, ~2025)	Raccolta fondi per E&P e diversificazione economica
Emirati Arabi Uniti	ADNOC Gas	IPO marzo 2023, ~5% di quota (3.84 mld azioni)	Record storico di IPO ad Abu Dhabi, raccolti \$2.5 mld
Emirati Arabi Uniti	ADNOC Logistics & Services (marina)	IPO maggio 2023, 19% di quota (\$769 mln raccolti)	Espansione della flotta logistica; alto interesse investitori

*Tabella 5 – Esempi recenti di quotazioni parziali di compagnie petrolifere statali emergenti (fonti: World Oil <sup>189</sup>, Bloomberg/Gulf Business <sup>190</sup> [agbi.com](https://www.agbi.com) <sup>191</sup>).*

<sup>187</sup> World Oil. “African Oil Giants Advance IPO Plans to Attract Investment.” *WorldOil.com*, April 3, 2025. <https://www.worldoil.com/news/2025/4/3/african-oil-giants-advance-ipo-plans-to-attract-investment>

<sup>188</sup> Gulf Business. “ADNOC L&S Raises \$769M in IPO.” *GulfBusiness.com*, May 2023. <https://gulfbusiness.com/adnoc-ls-raises-769m-in-ipo>

<sup>189</sup> World Oil, “African Oil Giants Advance IPO Plans,” 2025

<sup>190</sup> Gulf Business, “ADNOC L&S Raises \$769M,” 2023

<sup>191</sup> Arabian Gulf Business Insight. “ADNOC Gas Completes Record-Breaking \$2.5bn ADX IPO.” *AGBI.com*, March 2023. <https://www.agbi.com/energy/2023/03/adnoc-gas-completes-record-breaking-2-5bn-adx-ipo>

Oltre alle IPO, queste NOC hanno intrapreso revisioni interne di governance e strategia. Il processo di quotazione parziale è spesso accompagnato da leggi ad hoc (es. la riforma nigeriana del 2021) che trasformano le NOC in aziende di diritto commerciale, soggette alla reportistica finanziaria di mercato.

Ciò comporta un aumento della trasparenza, come obblighi di informativa e revisione contabile esterna, che si spera possa portare al rafforzamento della governance. Contemporaneamente, la prospettiva di investitori privati stimola alcune NOC a diversificare il proprio business. All'uopo, l'ADNOC ha creato alleanze nella petro-chimica (Borouge) e avviato lo sviluppo di progetti nel gas naturale e idrogeno, usando i capitali raccolti per investire nell'espansione upstream ed in infrastrutture.

Anche Sonangol e NNPC dichiarano piani di accrescere attività come raffinazione e infrastrutture di trasporto per aggiungere valore alle risorse locali. Queste mosse ricalcano l'esperienza acquisita dall'operazione saudita, dal momento che, come osservato anche da analisi internazionali, l'apertura al mercato, anche se in forma parziale, tende a raccogliere fondi da reinvestire in tecnologia ed esplorazione, stimolando l'innovazione nel settore energetico. Tuttavia, l'adozione di modelli di tipo saudita solleva alcune criticità. Da un lato, l'IPO e la maggiore partecipazione di capitale privato possono effettivamente rafforzare i bilanci delle NOC e avviare politiche di una gestione più efficiente, ma dall'altro, non vi è garanzia affinché ciò possa tradursi in un vero e proprio cambio di paradigma energetico.

In molti casi i fondi raccolti sono ancora destinati prevalentemente a investimenti nel fossile, attraverso l'apertura di nuovi pozzi, con produzione di petrolio/gas, piuttosto che orientare un'espansione verso il settore delle energie rinnovabili. A conferma di ciò, parte dei capitali di Sonangol sarà destinata a progetti di esplorazione per incrementare la produzione petrolifera nazionale. Inoltre, la presenza dominante dello Stato come azionista di controllo comporta il rischio di un assoggettamento a linee guida imposte da una politica sovranista, per cui, in mancanza di vincolanti regole ESG, la privatizzazione parziale potrebbe tradursi nel supporto di lungo termine alle attività carbon-intensive, analogamente a quanto avviene in Arabia Saudita.

In tal senso, l'impatto di tali riforme andrà valutato criticamente, alla luce di altri studi che sottolineano come i programmi di transizione delle NOC globali appaiano spesso in ritardo ed influenzati dalla politica statale, e potrebbero richiedere ulteriori pressioni da parte di investitori internazionali per essere efficaci <sup>192</sup>. In sintesi, dopo l'IPO Aramco le grandi compagnie petrolifere

---

<sup>192</sup> Siddiq, Yaser, and Alam, "Clean Energy Investments and Greenwashing," 2023

occidentali hanno risposto, in via prevalente, con un rafforzamento delle strategie finanziarie tradizionali, legate al mantenimento di alti dividendi e progetti upstream redditizi, invece che avviare un'accelerazione verso la transizione green.

Se da un lato il modello saudita non poteva essere riprodotto integralmente da aziende quotate, dall'altro ha confermato alle major che la redditività dell'olio continua a rimanere fattore centrale nell'equilibrio economico delle stesse. Anche tra le NOC emergenti si riscontra un'emulazione del modello Aramco, realizzato attraverso le IPO parziali e la revisione della governance. Resta però da chiedersi quanto tali azioni possano veramente avvicinare il settore petrolifero globale agli obiettivi di sostenibilità.

La maggioranza degli osservatori ritiene che, senza un accompagnamento di criteri ESG più rigorosi e vincolanti, l'adozione di strategie ispirate alla compagnia saudita rischiano di procrastinare il tema della diversificazione energetica. In altre parole, anche quando le major e le NOC decidono di seguire l'esempio saudita, attraverso quotazione parziale, fusione verticale, e dividendi consistenti, l'efficacia di tali azioni va misurata rispetto alla loro capacità di integrare le scelte verso investimenti puliti.

La discrepanza tra le ambizioni climatiche annunciate e le decisioni operative concrete, già evidenziata da una copiosa letteratura sull'argomento, rimane oggi una nota dolente, dal momento che l'imitazione delle scelte di Aramco può rafforzare i bilanci aziendali nel breve termine, ma da solo non garantisce la transizione energetica auspicata, rischiando, al contrario, di consolidare ulteriormente un ciclo energetico basato sui combustibili fossili.

### **4.3 Il ruolo degli investitori nella transizione energetica saudita**

La transizione energetica in Arabia Saudita risente dell'influenza dei grandi investitori sovrani e di quelli internazionali. Nel contesto di Saudi Aramco gli investitori svolgono un ruolo cruciale nel determinare il bilanciamento tra le tradizionali attività petrolifere e le nuove iniziative legate all'energia sostenibile.

In questa sezione verrà analizzata dapprima l'influenza dei fondi sovrani sauditi e internazionali, nonché degli investitori privati, sulla strategia di transizione energetica di Aramco e sulla sua governance e, successivamente, l'impatto delle politiche finanziarie globali e degli investitori istituzionali sui trend ESG (Environmental, Social, Governance), con particolare attenzione ai casi di inclusione o esclusione di Aramco nei portafogli sostenibili e alle contraddizioni emergenti tra obiettivi di sostenibilità e ricerca di redditività nel settore petrolifero.

### 4.3.1 Ruolo di fondi sovrani e investitori privati nella transizione saudita

Prima della quotazione, Aramco era posseduta interamente dallo Stato saudita e in seguito all'IPO circa l'1,5% delle azioni è stato collocato sul mercato domestico (Tadawul), attirando principalmente capitali locali e regionali. La limitata partecipazione di investitori occidentali al collocamento, in parte frenati da preoccupazioni di valutazione, rischi geopolitici e vincoli ESG, è stata compensata dall'intervento di fondi sovrani amici, come quelli di Abu Dhabi e Kuwait e di investitori istituzionali sauditi, garantendo il successo dell'operazione <sup>193</sup>.

Ad esempio, il fondo sovrano di Abu Dhabi (ADIA) e quello di Singapore (GIC) furono contattati per partecipare all'IPO, evidenziando il ruolo chiave dei fondi statali nel sostenere la valutazione di Aramco <sup>194</sup>. Questa partecipazione strategica di capitali sovrani regionali ha assicurato ad Aramco un azionariato iniziale allineato con gli interessi di lungo termine del governo saudita, mitigando la dipendenza da investitori occidentali più critici sul fronte climatico.

Un attore centrale è il Public Investment Fund (PIF) saudita, il fondo sovrano nazionale, fulcro del programma Vision 2030 di diversificazione economica. Nel 2022 e 2023 il principe ereditario Mohammed bin Salman ha trasferito al PIF quote azionarie significative di Aramco, prima il 4%, poi un ulteriore 6% del capitale. Queste mosse, che spostano partecipazioni da un'entità statale come il Ministero delle Finanze verso un'altra (il PIF), hanno lo scopo di potenziare la capacità d'investimento del fondo sovrano per finanziare progetti di sviluppo post-petroliferi, pur mantenendo saldamente il controllo pubblico su Aramco.

Di fatto, oltre il 98% di Aramco rimane in mano statale, tramite il governo saudita ed il PIF, garantendo che le decisioni strategiche, come la distribuzione degli utili o la pianificazione di nuovi investimenti, siano coerenti ed in linea con le priorità nazionali. Il PIF, dal canto suo, ha esplicitamente la missione di condurre l'economia saudita verso un futuro meno dipendente dal petrolio.

---

<sup>193</sup>Al Arabiya English. "Saudi Aramco Approaches Sovereign Funds to Invest in Its Upcoming IPO: Report." *AlArabiya.net*, September 26, 2019. <https://english.alarabiya.net/business/energy/2019/09/26/Saudi-Aramco-approaches-sovereign-funds-to-invest-in-its-upcoming-IPO-Report>

<sup>194</sup> Reuters. "Exclusive: Saudi Aramco Lures Sovereign Funds to Hit \$2 Trillion IPO Valuation." *Reuters.com*, September 17, 2019. <https://www.reuters.com/article/business/exclusive-saudi-aramco-lures-sovereign-funds-to-hit-2-trillion-ipo-valuation-sou-idUSKBN1WB1GD>

Con asset per oltre \$600 miliardi e partecipazioni globali, provenienti da investitori come Blackstone e SoftBank <sup>195</sup>, il PIF sta operando massicciamente in settori non-oil, infrastrutture, turismo, tra cui il progetto futuristico della città di NEOM e tecnologie sostenibili.

Emblematico è il collocamento, da parte del PIF, di “green bond” per 3 miliardi di dollari nel 2022 destinati a progetti di transizione verso la neutralità carbonica al 2060. Questo passo pionieristico, il primo green bond emesso da un fondo sovrano saudita, segnala l’intento di destinare una parte della rendita petrolifera in investimenti sostenibili, pur suscitando critiche dato il coinvolgimento del PIF in Aramco, per alcuni ritenuto una contraddizione “verde” considerando che i proventi derivano anche dall’oil & gas.

Si evidenzia che il PIF ha stretto alleanze con investitori globali, come nel 2024, quando ha sottoscritto un Memorandum con BlackRock per creare una piattaforma multi-asset da \$5 miliardi finalizzata a far crescere i mercati finanziari sauditi e sostenere la Vision 2030 <sup>196</sup>.

Questo connubio fra capitale pubblico e privato riflette una sinergia strategica, senza però garantire l’esclusione di potenziali tensioni tra obiettivi politici nazionali e criteri ESG. Il ruolo dei fondi sovrani internazionali nella transizione energetica si estende oltre il Medio Oriente. Molti SWF globali – dalla Norvegia a Singapore – hanno integrato criteri ESG nelle proprie strategie, influenzando indirettamente anche Aramco in quanto parte del settore oil & gas.

Un’analisi Invesco evidenzia che oltre il 90% dei fondi statali mediorientali ha abbracciato politiche ESG formali. Ad esempio, il fondo norvegese Norges Bank Investment Management (NBIM), il maggiore fondo sovrano al mondo, da tempo ha adottato linee guida etiche, che escludono investimenti non conformi a standard ambientali e sociali, facendosi promotore di principi di trasparenza e sostenibilità negli investimenti <sup>197</sup>.

Anche il PIF saudita si è allineato parzialmente a questa tendenza, come visto, attraverso l’emissione di green bond e investimenti in energie rinnovabili, come il grande impianto solare di Sakaka e la partecipazione in progetti eolici offshore attraverso acquisizioni internazionali.

In termini di governance, la presenza di fondi sovrani stranieri minoritari nel capitale Aramco, quali ad esempio investitori istituzionali dei Paesi del Golfo o asiatici entrati con l’IPO, determina a mantenere Aramco sotto i riflettori degli standard globali di reporting e trasparenza.

---

<sup>195</sup> Chief Investment Officer. “Saudi Sovereign Wealth Fund Beefs Up With Chunk of Aramco Stock.” *AI-CIO.com*, August 15, 2023. <https://www.ai-cio.com/news/saudi-sovereign-wealth-fund-beefs-up-with-chunk-of-aramco-stock>

<sup>196</sup> *Majalla*. “BlackRock: Asset Management Giant Making Waves Globally.” *En.Majalla.com*, October 6, 2023. <https://en.majalla.com/node/325336/business-economy/blackrock-asset-management-giant-making-waves-globally>

<sup>197</sup> Arab Gulf States Institute in Washington. “Gulf Sovereign Wealth Fund Investment in the Energy Transition.” *AGSIW.org*, April 18, 2024. <https://agsiw.org/gulf-sovereign-wealth-fund-investment-in-the-energy-transition>

Sebbene Aramco sia quotata solo sul Tadawul domestico, essa è soggetta agli obblighi di reporting tipici delle società pubbliche: dopo la quotazione, la compagnia ha dovuto pubblicare bilanci dettagliati e ha iniziato a rilasciare report di sostenibilità annuali, aderendo in parte alle aspettative degli investitori globali in tema di disclosure ESG. Studi sull'internazionalizzazione delle NOC (National Oil Companies) evidenziano che le imprese petrolifere statali quotate tendono gradualmente ad adottare pratiche di rendicontazione simili alle compagnie private, man mano che regolamentazioni finanziarie globali e pressioni reputazionali le coinvolgono.<sup>198</sup>

Ad esempio, Aramco ha annunciato target di emissioni nette zero per le proprie operazioni (Scope 1 e 2) al 2050, in linea con gli impegni climatici sauditi, istituendo un Comitato ESG interno, segnali questi attribuibili alla necessità di rispondere alle preoccupazioni degli stakeholder finanziari internazionali. Parallelamente, gli investitori privati e istituzionali occidentali esercitano un'influenza meno diretta ma significativa. Aramco, grazie ai suoi fondamentali economici eccezionali, ha attratto l'interesse di grandi gestori patrimoniali globali, ma spesso attraverso canali diversi dall'equity puro.

Quote di Aramco sono detenute da grandi gestori come BlackRock, Vanguard e Fidelity, che quali investitori privati, operano tramite i loro fondi indicizzati. Ad aprile 2025 *"The Vanguard Group"* possedeva circa lo 0,10% di Aramco e BlackRock circa lo 0,07%, corrispondenti rispettivamente a 238 e 166 milioni di azioni<sup>199</sup>. Ma non solo.

Questi giganti finanziari hanno investito in Arabia Saudita partecipando anche ad acquisizioni infrastrutturali, come BlackRock che, nell'ambito di un consorzio, ha rilevato il 49% delle compagnie di gasdotti di Aramco, investendo nell'operazione 15,5 miliardi di dollari. Analogamente, altri fondi sovrani e pensionistici internazionali asiatici e europei sono pronti a cogliere le opportunità saudite, inserendo nel portafoglio società energetiche locali.

Le decisioni di questi rilevanti investitori influiscono sulle scelte in tema di allocazione dei capitali, come, ad esempio, l'investimento del PIF in progetti solari, eolici e di idrogeno verde<sup>200</sup> che risponde sia alla domanda di ritorni economici, che alla pressione globale per ridurre le emissioni di carbonio.

---

<sup>198</sup> Center on Global Energy Policy. *The Impact of ESG on National Oil Companies*. New York: Columbia University SIPA, October 2023. <https://www.energypolicy.columbia.edu/publications/impact-esg-national-oil-companies>

<sup>199</sup> Investing.com. "Saudi Aramco (2222) Ownership." *Investing.com*, 2024. <https://www.investing.com/equities/saudi-aramco-ownership>

<sup>200</sup> Chief Investment Officer. "Saudi Arabia's Sovereign Wealth Fund Bolsters Renewable Investments." *AI-CIO.com*, June 9, 2023. <https://www.ai-cio.com/news/saudia-arabias-sovereign-wealth-fund-bolsters-renewable-investments>

Si riportano, a titolo esemplificativo, le detenzioni di quote sopra cennate:

- PIF (Arabia Saudita): detiene partecipazioni strategiche in Aramco <sup>201</sup> e in iniziative di economia verde, nei settori eolico, solare ed idrogeno, in ragione del mandato attribuitogli nell'ambito di Vision 2030;
- BlackRock (USA): partecipa a progetti infrastrutturali sauditi, quali oleodotti e gasdotti Aramco ed ha siglato un accordo con il PIF per la gestione di un fondo multi-asset, focalizzato sulla crescita locale <sup>202</sup>;
- Vanguard e Fidelity (USA): detengono piccole quote di Aramco nei loro indici globali, pari rispettivamente allo 0,10% ed allo 0,01%. Questi gestori, pur offrendo anche fondi ESG dedicati, non escludono automaticamente il petrolio dai portafogli;
- Altri fondi sovrani (Asia/Europa): ad esempio, alcuni grandi fondi pensione, come quelli norvegesi, si sono invece schierati contro le emissioni saudite, escludendo società come Aramco dai loro investimenti <sup>203</sup>.

L'impatto che tali strategie determinano è duplice. Da un lato, i fondi sovrani e privati contribuiscono a mobilitare ingenti risorse verso l'economia saudita, che consentono al PIF di destinare capitali verso il comparto delle energie rinnovabili, che altrimenti rischierebbero di non essere adeguatamente considerati, coerentemente con l'obiettivo di raggiungere una quota del 50% di elettricità da fonti rinnovabili entro il 2030 <sup>204</sup>. Dall'altro, lo stesso capitale continua a sostenere le infrastrutture fossili di Aramco, attraverso azioni e bond, creando un'ambivalenza nell'assegnazione dei flussi di investimento.

Per esempio, diversi ETF obbligazionari "ESG" in Europa acquistano indirettamente obbligazioni emesse su strumenti collegati ai gasdotti di Aramco, approfittando di vuoti presenti nelle banche dati ESG<sup>205</sup>. Ciò determina il paradosso che, mentre alcuni gestori proclamano impegno sostenibile, una parte del loro investimento sostiene ancora il settore petrolifero. Gli obiettivi politici

---

<sup>201</sup> Rinnovabili.it. "Transizione Energetica: Saudi Aramco Versa 80 Miliardi nelle Casse del Fondo Sovrano Saudita." *Rinnovabili.it*, March 2023. <https://www.rinnovabili.it/mercato/politiche-e-normativa/transizione-energetica-saudi-aramco>

<sup>202</sup> Majalla, "BlackRock: Making Waves Globally," 2023

<sup>203</sup> *Taipei Times*. "Saudi Aramco Is 90 Percent Government-Owned, PIF Says." *TaipeiTimes.com*, December 29, 2023. <https://www.taipetimes.com/News/biz/archives/2023/12/29/2003811295>

<sup>204</sup> Public Investment Fund. "Pioneering Investments Send Ripples of Real Impact through Saudi Arabia and the World." *PIF.gov.sa*, April 2024. <https://www.pif.gov.sa/en/news-and-insights/news-network/2024/pioneering-investments-send-ripples-of-real-impact-through-saudi-arabia-and-the-world>

<sup>205</sup> ETF.com. "ESG ETFs Fund Saudi Aramco via Private Equity." *ETF.com*, March 28, 2023. <https://www.etf.com/sections/news/esg-etfs-fund-saudi-aramco-private-equity>

della monarchia saudita possono, però, essere confliggenti con le pressioni ESG degli investitori, dal momento che Aramco è ancora controllato al 90–97% dall'organo sovrano saudita, il che significa che la compagnia agisce in linea con gli interessi del governo e per tale motivo il fondo pensione norvegese KLP ha deciso l'esclusione della compagnia petrolifera dai propri piani d'investimento, sulla base che *“il piano di transizione energetica della società non risponde alle attese”*. Di fatto, Aramco, sulla base di una valutazione in chiave climatica è vista come una compagnia di valore negativo ed in tal senso Sustainalytics classifica l'azienda come a rischio ESG *“severo”* e l'indice MSCI la giudica *“laggard”* (CCC) nel settore Oil&Gas<sup>206</sup> e ciò indica come gli investitori spingano per l'adozione di criteri ambientali più rigorosi. Tuttavia, l'Arabia Saudita sottolinea di voler sviluppare sia il petrolio che fonti rinnovabili, senza abbandonare la produzione di idrocarburi nel breve termine. In tal senso è possibile ravvisare anche una sinergia, dato che la Vision 2030, pur mantenendo l'export petrolifero, mira a diversificare il PIL con turismo, tecnologia e rinnovabili, allineandosi, così, almeno in parte, alle richieste di sostenibilità dei mercati.

Come osserva Larry Fink (BlackRock), *“asset that will define the future”* includono infrastrutture energetiche e data center, e Riyadh accoglie questo approccio puntando su smart grid e hydrogen economy. In pratica, per la monarchia saudita i fondi globali rappresentano un mezzo per modernizzare l'economia, pur senza porre fine alla sua dipendenza dal petrolio a brevissimo termine. In sintesi, fondi sovrani e investitori privati hanno un ruolo composito nella transizione energetica di Aramco.

Da un lato, il fondo sovrano saudita PIF, forte di cospicue quote azionarie, orienta Aramco verso investimenti compatibili con Vision 2030, utilizzando i dividendi petroliferi per finanziare nuovi settori. Dall'altro, gli investitori privati e istituzionali, pur minoritari, contribuiscono a mantenere l'attenzione di Aramco sulle aspettative del mercato internazionale in materia di ESG e trasparenza. In tale scenario, Aramco è chiamata a dimostrare a tali investitori di saper coniugare la redditività estrattiva con un progressivo adeguamento ai paradigmi della sostenibilità, pena il rischio di vedersi precluso l'accesso a quote di capitali globali in futuro. Un delicato equilibrio, in cui la compagnia deve assicurare gli azionisti che l'attività core petrolifera resterà profittevole per decenni, ma al contempo iniziare a trasformarsi affinché il suo modello di business sia resiliente in un mondo a basse emissioni.

---

<sup>206</sup> KnowESG. “Saudi Aramco ESG Ratings.” *KnowESG.com*, 2024. <https://www.knowesg.com/esg-ratings/saudi-aramco>

### 4.3.2 Impatto delle politiche finanziarie sugli investimenti ESG sauditi

Negli ultimi anni le regole sul finanziamento sostenibile a livello internazionale hanno inasprito i criteri di ammissibilità degli investimenti «verdi», con la finanza globale portatrice di interesse verso investimenti sostenibili, sintetizzata dall'acronimo ESG. I grandi investitori istituzionali, dalle società di gestione come BlackRock e Vanguard, ai fondi pensione pubblici, fino alle agenzie multilaterali, hanno adottato politiche e linee guida per allineare i portafogli agli obiettivi di sviluppo sostenibile e di contrasto al cambiamento climatico. Questo fenomeno ha implicazioni dirette per società petrolifere come Saudi Aramco, spesso considerate in conflitto con gli obiettivi climatici. In generale, si sono delineate due strategie opposte tra gli investitori, con alcuni che escludono dai propri portafogli le compagnie con alte emissioni (approccio dell'*exclusion* o divestment) ed altri invece includono selettivamente le imprese ritenute “migliori” all'interno di un settore ad alto impatto, seguendo un approccio *best-in-class*.

Aramco, per le sue caratteristiche uniche, è divenuta un caso emblematico di entrambe le tendenze. In Europa, il Regolamento sulla Tassonomia UE definisce quali attività economiche possono essere considerate sostenibili sotto il profilo ambientale <sup>207</sup> e ciò determina che settori ad alta intensità di carbonio come l'estrazione di petrolio e gas non rientrano nei progetti “verde” ammessi.

Parallelamente, il Regolamento SFDR impone ai fondi di comunicare l'impatto ambientale dei loro portafogli ed in tal senso i fondi di tipologia Article 9 (sostenibili) devono evitare emissioni eccessive. Tuttavia, un'inchiesta del Guardian, del giugno 2024, ha evidenziato come alcuni fondi europei etichettati come sostenibili continuino ad avere partecipazioni in grandi inquinatori <sup>208</sup>, sfruttando lacune regolamentari.

Nella pratica, Aramco risulta spesso esclusa da molti indici ESG e fondi etici europei proprio perché la produzione di petrolio contrasta con i criteri ambientali richiesti. In sintesi, l'applicazione delle regole UE e le valutazioni delle agenzie di rating stanno aumentando la pressione sui portafogli ESG mondiali affinché venga esclusa Aramco, per cui molti fondi d'investimento a orientamento sostenibile tendono ora a preferire emittenti con strategie di transizione più ambiziose.

---

<sup>207</sup> European Commission. “EU Taxonomy for Sustainable Activities.” *Finance.ec.europa.eu*, 2024. [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

<sup>208</sup> The Guardian. “EU-Regulated Sustainable Funds Invest \$14bn in Biggest Polluters.” *TheGuardian.com*, June 25, 2024. <https://www.theguardian.com/world/article/2024/jun/25/eu-regulated-sustainable-funds-invest-14bn-in-biggest-polluters>

Un caso di rilievo è quello di KLP, il maggiore fondo pensione della Norvegia, che a fine 2023 ha annunciato l'esclusione di Saudi Aramco dal proprio universo investibile. KLP ha motivato la scelta con la “*mancaza di strategie credibili di mitigazione climatica e piani di transizione energetica*” da parte di Aramco<sup>209</sup>. Contestualmente, KLP ha venduto titoli per 15 milioni di dollari legati ad Aramco e ad altre 11 società del Golfo, rassegnando il proprio segnale di disapprovazione verso l'impegno insufficiente di queste aziende sul fronte ESG.

Analogamente, già nel 2020, il fondo sovrano norvegese (NBIM) aveva inserito Aramco in watchlist per potenziali rischi ESG, e alcuni fondi etici europei ne hanno evitato l'acquisto sin dall'IPO. Altre istituzioni finanziarie occidentali, sotto la pressione di regolamentazioni come l'EU Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) e di iniziative come il Climate Action 100+, valutano Aramco con severità, in quanto le emissioni di carbonio assolute della compagnia, nella sua veste di maggiore produttore di petrolio, contribuiscono in modo significativo al bilancio globale di CO<sub>2</sub>, fatto che mal si concilia con gli scenari di decarbonizzazione. Anche le normative statunitensi hanno iniziato a orientarsi verso la trasparenza sui rischi climatici, per cui, nel 2024, la SEC (Securities and Exchange Commission) ha adottato regole che obbligano le società quotate a riportare i rischi legati al clima e alle emissioni di gas serra <sup>210</sup>.

Tuttavia, queste norme hanno incontrato un'opposizione politica, che ha determinato una sospensione del loro iter attuativo. In pratica, sebbene l'obbligo di disclosure SEC avrebbe potuto influenzare indirettamente anche le compagnie globali, chiedendo l'adozione di maggiori piani di decarbonizzazione, la situazione di stallo normativo americano rende l'impatto sulle società energetiche, e quindi anche su Aramco, al momento limitato.

In risposta a queste politiche, le agenzie di rating ESG hanno reagito abbassando i punteggi della compagnia saudita. Come ricordato, Sustainalytics vede Aramco con rischio “*severo*” e l'indice MSCI la colloca nella fascia più bassa (CCC). Anche S&P Global monitora queste dinamiche, pur non avendo fornito dati pubblici, e diversi studi indicano che le aziende petrolifere ottengono mediamente punteggi molto inferiori rispetto alla media di mercato.

Tuttavia, la situazione è più complessa di una semplice esclusione. Numerosi investitori istituzionali adottano un approccio di inclusione selettiva o di ingaggio attivo. Un'analisi del 2023 sulle maggiori strategie ESG di BlackRock e Vanguard, i due asset manager più grandi al mondo,

---

<sup>209</sup> Reuters. “Norwegian Fund KLP Excludes Aramco, Gulf Real Estate, Telcos.” *Reuters.com*, December 28, 2023. <https://www.reuters.com/sustainability/sustainable-finance-reporting/norwegian-fund-klp-excludes-aramco-gulf-real-estate-telcos-2023-12-28>

<sup>210</sup> ESG Today. “SEC Drops Its Defense of Climate Reporting Rules.” *ESGToday.com*, May 13, 2024. <https://www.esgtoday.com/sec-drops-its-defense-of-climate-reporting-rules>

rivela scelte sorprendenti. BlackRock, per esempio, gestisce decine di fondi *ETF* etichettati ESG, e solo il 9% di essi esclude completamente le aziende dei combustibili fossili <sup>211</sup>. Molti fondi *ESG* targati BlackRock hanno in portafoglio proprio Saudi Aramco, assieme ad altre compagnie come Gazprom o Shell, mentre al contempo escludono concorrenti occidentali quali ExxonMobil o BP.

Ciò suggerisce l'adozione di un criterio *best-in-class*, ossia premiare Aramco in quanto produttore a basso costo e relativamente minore intensità di carbonio per barile, ed escludere aziende percepite come meno efficienti o con piani di transizione giudicati peggiori.

Questa strategia implica che alcuni investitori considerano Aramco il “meno peggio” nel panorama oil & gas tradizionale: grazie ai suoi giacimenti supergiganti e a operazioni con flaring ridotto, Aramco vanta emissioni *upstream* di circa 10 kg CO<sub>2</sub> per barile, nettamente inferiori alla media di società concorrenti.

In un'ottica di portafoglio carbon-neutral, detenere l'operatore petrolifero più efficiente potrebbe ridurre l'intensità media di carbonio rispetto a investire in produttori più piccoli e sporchi. Vanguard, al contrario, ha scelto un approccio più rigoroso, con i suoi fondi ESG che tendono a escludere completamente i combustibili fossili, rinunciando dunque sia a Exxon che ad Aramco. Queste differenze tra giganti finanziari evidenziano l'assenza di uno standard univoco, circa la definizione di ciò che è *investimento sostenibile*, con Aramco che si trova talora dentro e talora fuori dai portafogli ESG a seconda dei criteri adottati.

---

<sup>211</sup> Bayer, Patrick. “The ESG Fossil Fuel Paradox: Why Environmentally Responsible Funds Still Invest in Oil and Gas.” SSRN Working Paper No. 4634697, October 3, 2023. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4634697](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4634697)

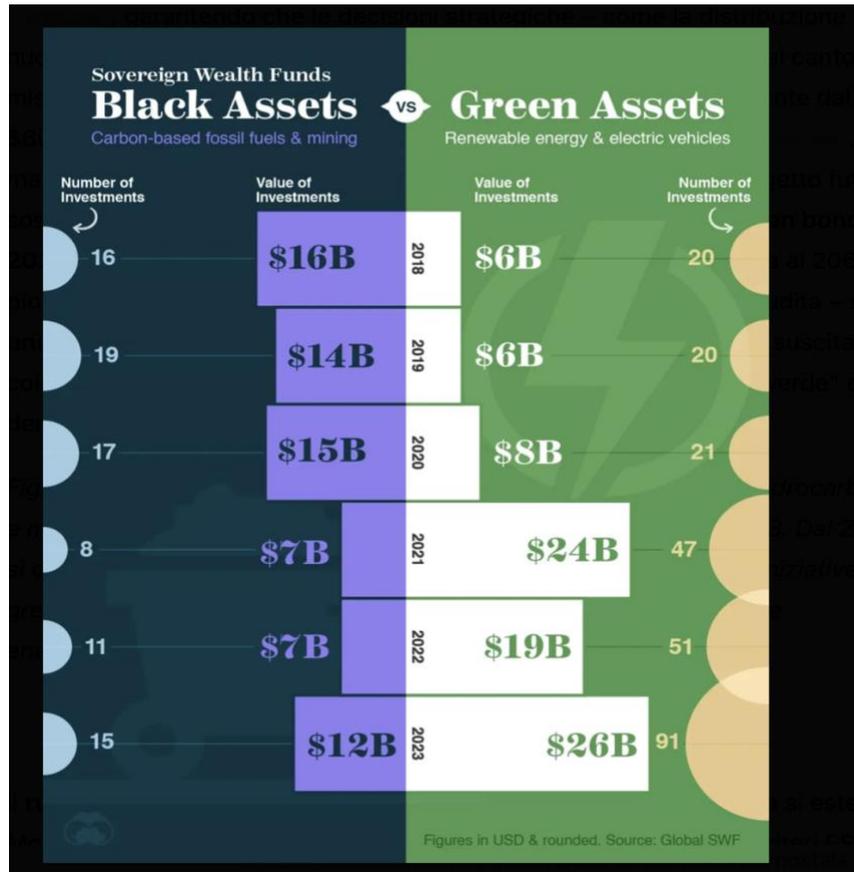


Figura 7 – Investimenti dei fondi sovrani globali in asset “neri” (idrocarburi e minerario) vs “verdi” (rinnovabili, veicoli elettrici) dal 2018 al 2023. Dal 2021 si osserva un netto spostamento dei volumi di investimento verso iniziative green, in concomitanza con l’accelerazione globale della transizione energetica (dati Global SWF 2024).<sup>212</sup>

Un ulteriore elemento di complessità deriva dalle politiche finanziarie globali e regolamentazioni che, spesso inconsapevolmente, possono favorire l’afflusso di capitali verso società come Aramco. Vi è ormai ampia discussione sulle *falle* o ambiguità nel sistema ESG.

Un caso emblematico è il “ESG loophole” identificato nel 2023, attraverso cui fondi destinati a investimenti sostenibili sono finiti indirettamente a beneficio di Aramco. In questa operazione, Aramco ha sfruttato veicoli societari per raccogliere debito senza il marchio diretto della casa madre petrolifera: dopo aver venduto il 49% di due sue sussidiarie infrastrutturali (Aramco Oil Pipelines Co. e Aramco Gas Pipelines Co.) a consorzi guidati rispettivamente da EIG Global Partners e BlackRock, questi investitori hanno costituito SPV (Special Purpose Vehicle) denominati *EIG Pearl*

<sup>212</sup> Voronoi Markets. “Sovereign Wealth Funds Have Scaled Up Their Green Investments.” *VoronoiApp.com*, March 2024. <https://www.voronoiapp.com/markets/Sovereign-Wealth-Funds-Have-Scaled-Up-Their-Green-Investments-677>

*Holdings* e *GreenSaif Pipelines Bidco* per finanziare l'acquisizione tramite l'emissione di obbligazioni <sup>213</sup>. Tali bond sono stati valutati dalle banche (J.P. Morgan in primis) come idonei a indici ESG, poiché emessi da entità tecnicamente scollegate dall'industria fossile diretta.

Il risultato è stato che obbligazioni legate indirettamente ad Aramco sono entrate in indici e fondi ESG di grandi gruppi come UBS, HSBC, Legal & General, i quali, pur riluttanti a detenere bond di compagnie petrolifere, si sono ritrovati in portafoglio questi titoli “greenwashed”. Solo una successiva analisi ha rivelato il legame con Aramco, sollevando interrogativi sulle metodologie di screening e spingendo i regolatori a prevedere standard più stringenti per evitare simili episodi di fossil-washing.

Di fronte a questo panorama, gli investitori istituzionali globali si trovano in bilico tra i due imperativi della sostenibilità e della redditività. Saudi Aramco rappresenta quasi un caso di scuola di tale dicotomia. Sul fronte finanziario, Aramco è estremamente attraente, dato che genera utili record (nel 2022 ha registrato il profitto annuale più alto di sempre per un'azienda, \$161 miliardi) e distribuisce dividendi ingenti e stabili, con un rendimento percentuale spesso superiore a quello di molte società “green”. Per fondi che devono garantire ritorni ai propri beneficiari, ignorare Aramco può significare rinunciare a una fonte di guadagno sostanziale.

Sul fronte della sostenibilità, però, investire in Aramco solleva problemi etici e di rischio di transizione e se il mondo procederà verso gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, la domanda di petrolio dovrà calare e parte delle riserve di Aramco (le più grandi al mondo) potrebbero diventare *stranded assets* nel lungo termine, con conseguenti perdite di valore. In conclusione, la relazione tra investitori e transizione energetica nel caso di Saudi Aramco è caratterizzata da interdipendenze e tensioni.

I fondi sovrani, specialmente il PIF saudita, fungono da propulsori della trasformazione economica nazionale usando la rendita di Aramco, ma al contempo vincolano l'azienda a obiettivi di profitto dal petrolio nel breve-medio periodo. Gli investitori istituzionali globali oscillano tra l'attrattiva finanziaria di Aramco e la necessità di rispettare mandati di sostenibilità, con alcuni che cercano compromessi, includendo parzialmente Aramco in un quadro ESG, o finanziandola indirettamente tramite strumenti di debito ed altri che tracciano linee etiche invalicabili.

Aramco si trova quindi al centro di un dibattito emblematico sulla finanza sostenibile in cui ci si chiede se il principale produttore di combustibili fossili del mondo possa essere parte della

---

<sup>213</sup> Impakter. “Unveiling Saudi Aramco: Shocking Capitalization on Sustainable Investments.” *Impakter.com*, March 2024. <https://impakter.com/unveiling-saudi-aramco-shocking-capitalization-on-sustainable-investments>

transizione ecologica globale e in che modo gli investitori possono o devono incentivarlo a cambiare. La risposta si sta delineando attraverso azioni ibride, quali incentivi di mercato, pressioni reputazionali, politiche pubbliche, che da un lato spingono Aramco ad evolvere, attraverso investimenti in tecnologie a basse emissioni come il carbon capture, i carburanti sintetici e le rinnovabili, ma dall'altro riconoscono la sua posizione dominante nei mercati energetici e la difficoltà di un abbandono rapido del petrolio.

Gli investitori, in definitiva, restano arbitri e al contempo parti in causa della transizione energetica: nel caso di Aramco, le loro scelte collettive determineranno quante risorse l'azienda potrà e vorrà destinare a un futuro sostenibile, bilanciando l'imperativo della decarbonizzazione con le dure leggi della redditività.

## Capitolo 5

# Può Saudi Aramco guidare la transizione energetica?

Questo capitolo conclude il percorso analitico affrontato nei capitoli precedenti, focalizzandosi sulle attuali strategie e sulle prospettive future di Saudi Aramco in relazione alla transizione energetica globale. La sezione 5.1 analizza il piano di decarbonizzazione avviato dalla compagnia e le principali iniziative in ambito ambientale. La sezione 5.2 approfondisce il ruolo che i mercati emergenti potrebbero svolgere come potenziali laboratori per una transizione energetica più inclusiva ed efficiente, e il tipo di partnership utili ad accelerarla. Infine, la sezione 5.3 propone una sintesi critica delle evidenze emerse, valutando se e in che misura Aramco possa realmente guidare la transizione verso un modello energetico più sostenibile, alla luce dei dati quantitativi, delle strategie ESG e delle tendenze strutturali del settore.

## 5.1 Investimenti dichiarati vs investimenti reali

### 5.1.1 Coerenza tra narrazione strategica e dati finanziari

La strategia dichiarata di Saudi Aramco verso la transizione energetica presenta rilevanti discrepanze rispetto agli investimenti operati. In linea ufficiale, la compagnia enfatizza il proprio impegno per il clima attraverso dichiarazioni di principio sulla sostenibilità e le ambizioni di *net-zero* al 2050, limitatamente alle emissioni operative<sup>214</sup>. Un esempio di ciò può essere rilevato dal sito aziendale, nel quale vengono sottolineati e valorizzati i “tangibili contributi” nella sfida per il miglioramento climatico attraverso l’impegno nella ricerca sull’efficienza, riduzione del flaring e collaborazioni per basse emissioni<sup>215</sup>.

Tuttavia, queste affermazioni collidono con le effettive decisioni di investimento, dal momento che la compagnia continua ad impegnare la stragrande maggioranza del proprio capitale in progetti petroliferi e gas, continuando sulla via dell’espansione della produzione fossile, senza piani sostanziali di riduzione assoluta entro il 2030. Questa distonia strategica, tra *ciò che Aramco dice* e *ciò che Aramco fa*, solleva dubbi sulla coerenza di lungo periodo del gruppo. In ottica, la *coerenza strategica* implica un fattivo allineamento tra la narrativa aziendale, le scelte allocative e gli obiettivi di lungo termine, mentre per Aramco, tale allineamento appare debole, poiché le promesse “green”

---

<sup>214</sup> Climate Action 100+, “Saudi Arabian Oil Company (Aramco),” *Climate Action 100+*, 18 novembre 2020. <https://www.climateaction100.org/company/saudi-arabian-oil-company-aramco/>.

<sup>215</sup> ClientEarth, “The Greenwashing Files: Aramco,” *ClientEarth.org*, 25 marzo 2021. <https://www.clientearth.org/projects/the-greenwashing-files/aramco/>.

non trovano un adeguato riscontro, in proporzione ai flussi di capitale. Questa dicotomia si può descrivere come un vero e proprio *dualismo operativo*.

Da un lato, Aramco promuove una narrazione “green” aggressiva sul piano comunicativo, attraverso campagne pubblicitarie, adesione ad iniziative internazionali e annunci di progetti rinnovabili, come, ad esempio quella campagna lanciata nel 2020 in cui Aramco si definiva come attore che sta “alimentando un futuro più sostenibile”, ritirata poi a seguito di decine di reclami per pubblicità potenzialmente ingannevole. nonché l’adesione all’Oil and Gas Climate Initiative, contribuendo a un fondo per tecnologie a basse emissioni e impegnandosi, almeno formalmente, a ridurre l’intensità carbonica upstream del 13% entro il 2025.

Dall’altro lato, però, la realtà operativa e finanziaria mostra continuità col core business fossile, che permette alla compagnia di essere primariamente un’azienda petrolifera. In tale ottica va letto il suo piano industriale del 2020, attraverso il quale ribadiva, come priorità, il mantenimento dello status di *maggior produttore mondiale di greggio* e l’espansione delle attività nel gas naturale. Recentemente la società ha scoperto e sviluppato numerosi nuovi giacimenti, tra cui otto nuovi campi petroliferi e gasieri solo tra 2019 e 2020, appostando investimenti in esplorazione per 5,6 miliardi di \$ nel 2020.

In tale quadro, inoltre, su esplicita direttiva governativa, la compagnia ha aumentato la propria capacità produttiva massima sostenibile di petrolio, passando da 12 a 13 milioni di barili al giorno, da realizzarsi entro il 2027 <sup>216</sup>, scelta che si pone in palese contrasto con la necessità, indicata dall’IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) e dall’IEA (International Energy Agency), di *non sviluppare nuovi giacimenti* se si vuole centrare l’obiettivo di 1,5°C. Questo atteggiamento narrativo binario, che oscilla tra la narrativa verde e gli investimenti fossili, evidenzia come Aramco tenti di operare simultaneamente su tali due fronti, che le permettano di costruire un’immagine di *corporate responsibility* ambientale, senza però intaccare il nocciolo delle proprie attività legate agli idrocarburi. Una simile discrepanza potrebbe configurare forme di greenwashing, o quantomeno di *accountability duale*, dove la comunicazione pubblica enfatizza progetti sostenibili, mentre, in realtà, le decisioni sulle allocazioni del capitale rimangono orientate al modello tradizionale.

---

<sup>216</sup> Kennedy, Robert. “Green or Greenwashing? Saudi Arabia’s Climate Change Pledges.” *Al Jazeera*, 26 ottobre 2021. <https://www.aljazeera.com/news/2021/10/26/green-or-greenwashing-saudi-arabias-climate-change-pledges>.

### 5.1.2 Investimenti “green” vs totale CapEx (2020-2024)

La coerenza strategica di Aramco può essere valutata in numeri, analizzando la misura degli investimenti green (*rinnovabili, tecnologie low-carbon, idrogeno, CCS, etc.*) sul totale del capitale investito (*CapEx*). Dai dati disponibili emergono percentuali esigue, considerando che, fino al 2020-2021, gli impieghi di capitale in progetti a basse emissioni erano talmente marginali da non venire nemmeno riportati separatamente nei bilanci<sup>217</sup>. In pratica, si può rilevare che meno di pochi punti percentuali del CapEx fossero dedicati alla transizione energetica ad inizio decade. Solo a partire dal 2022-2023 la società ha annunciato piani di investimento “green” più definiti.

Nel 2024, Aramco ha dichiarato l'intenzione di allocare circa il 10% dei propri investimenti in “nuove energie”, ampia categoria che include rinnovabili, combustibili a basse emissioni (es. idrogeno/ammoniaca blu) e progetti di cattura della CO<sub>2</sub><sup>218</sup>, mentre il restante 90% continua ad essere destinato alle attività tradizionali, con una ripartizione di quest'ultimo in 60% upstream (ricerca ed estrazione di petrolio e gas) e 30% downstream (raffinazione, petrolchimica e distribuzione). Le proiezioni aziendali indicano, per il prossimo decennio, un aumento della quota di investimenti in nuove energie, che potrebbe attestarsi al 15% del totale, attraverso una leggera riduzione della percentuale di upstream e downstream, portate, rispettivamente, al 50% e 35% entro il 2030.

Si tratta comunque di frazioni minoritarie, che confermano come la transizione nel portafoglio Aramco stia avvenendo in modo molto graduale. In termini assoluti, dati i massicci livelli di CapEx annuale di Aramco, pari a circa \$45-50 miliardi nel 2023-24<sup>219</sup>, anche un 10-15% equivale a svariati miliardi di dollari l'anno da investire in progetti “green”. In ogni caso deve rilevarsi come l'azienda investa circa 5-6 volte di più in petrolio e gas di quanto non faccia in energie rinnovabili o tecnologie pulite. Un confronto con le *major* occidentali evidenzia che Aramco è allineata più alle oil company americane, tradizionalmente poco propense a investimenti green, che non alle europee, dal momento che nel 2022, nessuna major USA, come ExxonMobil o Chevron, ha investito in rinnovabili in misura rilevante, mentre le grandi europee (Shell, BP, TotalEnergies, ecc.) hanno dedicato

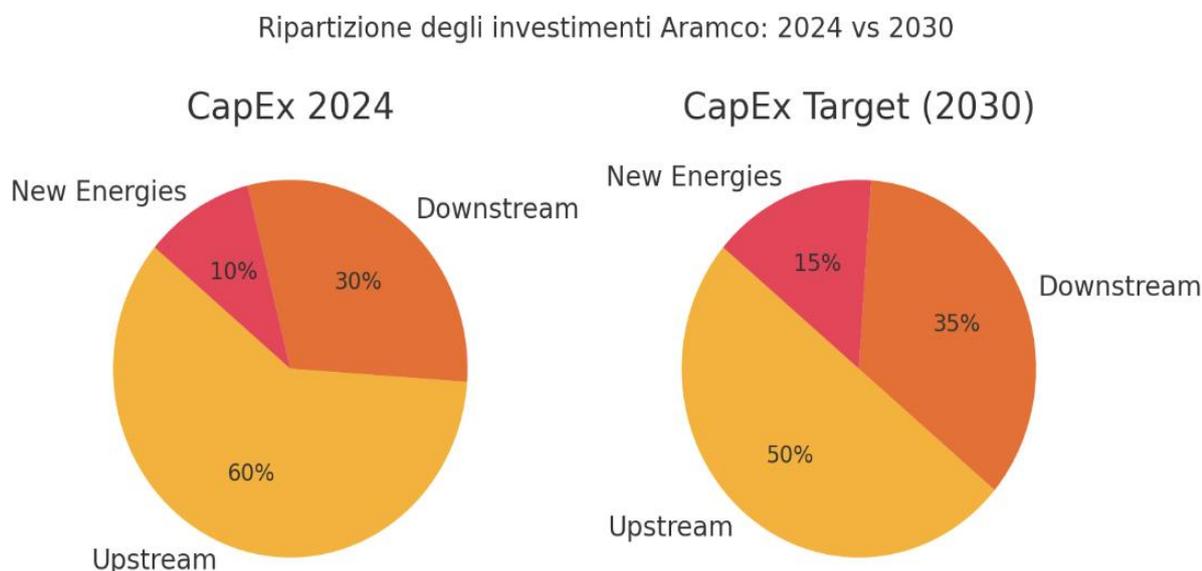
---

<sup>217</sup> Statista. “Global Oil and Gas Companies’ Low-Carbon and Total Capex 2022.” *Statista.com*, 2023. <https://www.statista.com/statistics/1455636/global-oil-companies-low-carbon-and-total-capex/>.

<sup>218</sup> Gnana, Jennifer. “Saudi Aramco's Q1 Capex Rises 23.8% Despite Cancellation in Production Capacity Expansion.” *S&P Global Commodity Insights*, 7 maggio 2024. <https://www.spglobal.com/commodity-insights/en/news-research/latest-news/crude-oil/050724-saudi-aramcos-q1-capex-rises-238-despite-cancellation-in-production-capacity-expansion>.

<sup>219</sup> MEED. “Aramco Profit in 2024 Falls by 12% to \$106.3bn.” *MEED*, 4 marzo 2025. <https://www.meed.com/aramco-profit-in-2024-falls-by-12-to-1063bn>.

comunque meno di un quarto del CapEx a iniziative low-carbon<sup>220</sup>. Aramco, dal canto suo, solo di recente si è attestata attorno al 10%, rimanendo dunque ampiamente sotto i livelli necessari per guidare una vera transizione energetica, secondo il giudizio di molti analisti.



*Figura 8: ripartizione percentuale del capitale di Aramco destinato ad attività upstream (estrazione di idrocarburi), downstream (raffinazione e petrolchimico) e “nuove energie”. A sinistra la composizione del CapEx 2024, a destra la previsione strategica di lungo termine (indicativamente al 2030). Si nota che gli investimenti green rappresentano solo una frazione minoritaria – circa il 10% nel 2024 – sebbene la società preveda un modesto incremento al 15% nell’arco del prossimo decennio [spglobal.com](https://www.spglobal.com). Il grosso del capitale rimane orientato verso petrolio e gas.*

In parallelo a questi dati quantitativi, Aramco pubblicizza, comunque, alcuni progetti “verdi” avviati negli ultimi anni, nel tentativo di mostrare i suoi progressi nel campo della transizione, come gli investimenti in impianti fotovoltaici di grande scala in Arabia Saudita, tra cui il progetto Sudair da 1,5 GW, in joint venture ed altri, per un totale di 5,5 GW di capacità solare in fase di sviluppo<sup>221</sup>. Nel settore dell’idrogeno, Aramco mira a produrre 2,5 milioni di tonnellate annue di ammoniaca “blu” entro il 2030, sfruttando i giacimenti di gas e tecnologie CCS per esportare combustibili a minor intensità di carbonio. Inoltre, è in costruzione a Jubail un impianto di *carbon capture &*

<sup>220</sup> Irwin-Hunt, Alex. “Energy Majors Fall Short on Renewables Investment.” *fDi Intelligence*, 22 marzo 2023. <https://www.fdiintelligence.com/content/b7d5676e-62b3-548a-a3ee-fdacbba94d7f>.

<sup>221</sup> Al-Kinani, Mohammed. “Beyond the Barrel: How Aramco Is Reinventing Energy Production for a New Era.” *Arab News*, 16 maggio 2025. <https://www.arabnews.com/node/2600971/business-economy>.

*storage* in grado di catturare fino a 9 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> all'anno, uno dei più grandi al mondo.

Queste iniziative, pur significative, rimangono marginali rispetto al portafoglio complessivo di Aramco, dal momento che non ha ancora deciso di modificare sostanzialmente la natura carbon-intensiva del proprio business. La *figura 8* lo illustra chiaramente: il *core* della spesa in conto capitale continua ad essere legato ai combustibili fossili tradizionali, con i progetti a basse emissioni relegati a una quota marginale.

### 5.1.3 Asset allocation e motivazioni sistemiche

Per comprendere le scelte di Aramco è fondamentale analizzare il contesto sistemico e le motivazioni sottostanti alla sua allocazione di asset. Una prima chiave interpretativa risiede nella dipendenza economico-fiscale dell'Arabia Saudita dagli idrocarburi, ossia il cosiddetto oil rent. Il settore petrolifero e gasiero costituisce ancora oggi l'ossatura delle finanze saudite, rappresentando circa l'87% delle entrate di bilancio statale, il 42% del PIL ed il 90% delle entrate da export.

Un simile peso sistemico genera, di conseguenza, una forte pressione politico-geopolitica affinché Aramco massimizzi il valore delle risorse fossili, nella considerazione che la monarchia saudita conta sui dividendi e sulle tasse derivanti da Aramco per finanziare spesa pubblica e programmi di sviluppo del paese, inclusa la stessa Vision 2030.

Non deve sorprende dunque che, nonostante la retorica sull'impegno green, le priorità strategiche restino orientate al petrolio. La dirigenza di Aramco e i policymaker sauditi adottano spesso una narrativa in cui petrolio e transizione non sono visti come elementi in netto conflitto, ma come binari paralleli: l'idea di fondo è che *il mondo avrà ancora bisogno di petrolio e gas per decenni*, e che ridurre troppo in fretta gli investimenti legati alla capacità produttiva tradizionale rischierebbe di destabilizzare i mercati energetici. Amin Nasser, CEO di Aramco, ha più volte messo in guardia contro "approcci irrealistici" verso la transizione energetica, definendo "*fantasioso*" parlare di un *phase-out* rapido del petrolio e sostenendo come l'industria petrolifera venga ingiustamente demonizzata. In occasione di summit dell'oil & gas, Nasser e altri dirigenti hanno invocato un approccio pragmatico, che contempra certamente gli investimenti in rinnovabili, ma senza compromettere la sicurezza energetica globale, che a loro avviso verrebbe minacciata da un calo prematuro dell'offerta di idrocarburi<sup>222</sup>.

---

<sup>222</sup> Bloomberg News. "Saudi Aramco Says ESG Investing Threatens Energy Security." *Bloomberg.com*, 12 febbraio 2023. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-12/saudi-aramco-says-esg-investing-threatens-energy-security>.

Questa posizione è anche una risposta alle pressioni degli investitori ESG, con Aramco che ribalta la prospettiva, affermando che un disinvestimento frettoloso dal fossile potrebbe portare alla volatilità di prezzi, carenze di approvvigionamento e conseguenze economiche negative, specie per i Paesi in via di sviluppo. Un secondo fattore sistemico è la disciplina OPEC+ e la gestione dell'offerta di petrolio. In qualità di maggiore produttore dell'OPEC, l'Arabia Saudita utilizza Aramco come strumento di politica energetica, modulando la produzione nazionale al fine di influenzare i prezzi mondiali.

Ciò implica che Aramco deve mantenere una *spare capacity* (capacità inutilizzata) sufficiente a incrementare o ridurre i flussi secondo le esigenze del cartello. Negli ultimi anni, ad esempio, Aramco ha talvolta ridotto la produzione, aderendo ai tagli coordinati dell'OPEC+ per sostenere i prezzi, altre volte l'ha aumentata per compensare shock di offerta altrove. Questa dinamica impone una certa inerzia negli investimenti fossili, in cui mantenere ed espandere la capacità produttiva massima, fino a 13 milioni bbl/g, è visto come un asset strategico per la stabilizzazione dei mercati, oltre che per catturare quote di mercato lasciate scoperte da produttori con costi più alti. In pratica, finché la domanda globale resterà robusta, Aramco, grazie ai suoi bassi costi di estrazione, pari a circa \$3-5 al barile, ha convenienza a investire per garantirsi di essere l'ultimo produttore a restare competitivo, anche in scenari di transizione.

Questa considerazione si collega al concetto di *carbon lock-in*, in base al quale le scelte odierne di investimento in grandi progetti petroliferi e gasieri “bloccano” infrastrutture e flussi di reddito che tenderanno ad autosostenersi per decenni, rendendo politicamente ed economicamente difficile il loro abbandono. Aramco, con riserve accertate tali da poter continuare la produzione ai ritmi attuali fino al 2077, sta di fatto seguendo una strategia che prolunga il ciclo di vita del petrolio saudita il più possibile, cercando al contempo di migliorare l'efficienza, attraverso emissioni per barile relativamente basse, per giustificare il ruolo in un mondo a carbon budget limitato.

Un altro elemento da considerare sono i vincoli infrastrutturali e tecnologici. Aramco possiede un'infrastruttura immensa e integrata per la filiera degli idrocarburi – dai pozzi, agli impianti di trattamento, ai terminal di export, fino alle raffinerie e impianti petrolchimici a valle, anche all'estero, come evidenziato da acquisizioni recenti in Asia, Americhe e Africa. Questa rete infrastrutturale genera economie di scala e vantaggi competitivi, che l'azienda è orientata a sfruttare fino in fondo.

Al contrario, nelle energie rinnovabili Aramco non ha né uno pregresso storico né un vantaggio comparabile, in considerazione che progetti solari o eolici utility-scale, così come la produzione di

idrogeno verde, in genere ricadono più nelle competenze di utility elettriche, come ACWA Power in Arabia Saudita, o di joint venture pubblico-private di nuova costituzione. Pertanto Aramco, pur partecipando a qualche iniziativa, non è il motore principale dei programmi nazionali sulle rinnovabili, che sono guidati dal governo e da altri attori, richiamandosi, in tal senso, ad esempio, il progetto NEOM per l'idrogeno verde da \$5 miliardi portato avanti da un consorzio distinto. Vanno poi considerati i vincoli infrastrutturali interni (es. la rete elettrica saudita ancora in via di ammodernamento, o la filiera industriale domestica poco diversificata) che possono determinare tempi lunghi prima che i progetti green diventino pienamente operativi e redditizi.

Dal punto di vista finanziario, inoltre, Aramco applica tradizionalmente criteri di redditività attesa elevata per i propri investimenti, con i megaprogetti petroliferi che offrono ROI molto alti nel contesto attuale di prezzi del greggio relativamente robusti, mentre investimenti in rinnovabili hanno margini più bassi e dipendono da incentivi o tariffazioni CO<sub>2</sub> ancora in fase embrionale. Questa considerazione “micro” integra le motivazioni “macro” sopra descritte, per cui in assenza di forti segnali di mercato, come un carbon price globale o sussidi verdi sostanziosi, la dirigenza di Aramco tende razionalmente a concentrare il capitale dove ottiene i rendimenti più sicuri, cioè nell'oil & gas.

Come ha sintetizzato un commentatore, le major energetiche, con Aramco in particolare, pur parlando di transizione energetica, rimangono orientate al fossile finché niente “mostra un cambio” nella loro strategia e finché la domanda lo consente. In breve, il ventaglio di motivazioni sistemiche (economiche, geopolitiche e tecniche) aiuta a spiegare la persistente predominanza di investimenti tradizionali nel mix Aramco, al netto della retorica green che accompagna Vision 2030. La comunità accademica e gli investitori attenti ai fattori ESG hanno sollevato interrogativi sulla genuinità della strategia “low-carbon” di Aramco, ipotizzando che essa sia in larga misura strumentale o reputazionale. Numerosi osservatori qualificano l'approccio saudita come *greenwashing*, ossia un uso della comunicazione orientata all'ambientale per migliorare l'immagine, senza una modifica sostanziale del modello di business.

I *gap* sopra evidenziati forniscono argomenti a sostegno di questa critica, poiché Aramco non ha assunto impegni di riduzione assoluta delle emissioni di Scope 3, derivanti dalla combustione del petrolio venduto, che costituiscono circa il 90% del totale del suo carbon footprint. L'obiettivo di *net-zero* al 2050 riguarda solo le emissioni operative interne Scope 1 e 2 e per di più è formulato come “ambizione” priva di dettagli vincolanti.

Ciò significa, in pratica, che Aramco potrebbe teoricamente raggiungere la neutralità operativa, pur continuando a fornire al mercato miliardi di barili il cui carbonio finirebbe nell'atmosfera. Dal punto di vista degli investitori responsabili, questa strategia appare profondamente in contrasto con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. In particolare, Climate Action 100+, coalizione globale di investitori istituzionali impegnati sul clima, nel suo benchmark 2023, ha valutato Aramco come non allineata ai target net-zero, in considerazione che la compagnia non soddisfa criteri chiave su strategie di decarbonizzazione di lungo termine e trasparenza. Analoghe valutazioni emergono dal *Transition Pathway Initiative*, secondo cui l'intensità emissiva attuale di Aramco è "ben lontana" dai livelli compatibili con +1,5°C e addirittura al di sopra delle traiettorie aggregate che porterebbero a +3°C.

In altre parole, se tutte le imprese si comportassero come Aramco, il mondo sarebbe fuori rotta rispetto ai climate goals. Studi indipendenti indicano che i piani di espansione di Aramco, inclusa l'intenzione di produrre e vendere volumi di idrocarburi corrispondenti a 27 miliardi di tonnellate di CO<sub>2</sub> tra il 2018 e il 2030, consumerebbero, da soli, una quota significativa, stimata in circa il 4-5% del carbon budget globale residuo per 1,5°C. Questa prospettiva alimenta critiche severe: *"è assurdo pensare che un'economia basata sull'estrazione e combustione di fossili possa essere 'circolare' in senso climatico"*, afferma Matthew Archer del Graduate Institute di Ginevra, riferendosi al piano saudita di "Economia Circolare del Carbonio" basato su tecnologie non ancora mature. Secondo Archer, iniziative come massicce campagne di forestazione o progetti di CCS su cui il Regno saudita punta sono sì ambiziose, ma anche vaghe, senza meccanismi di *accountability*, e soprattutto non affrontano la causa principale, che risiede nella continua estrazione di carbonio dal sottosuolo. Anche altri esperti sottolineano che le soluzioni compensative sostenute dalla compagnia difficilmente potranno compensare il mantenimento di un alto livello di combustione fossile. Yara Asi, dell'Arab Center Washington, nota, ad esempio, che puntare sul carbon capture *"è una mossa conveniente per uno Stato che non vuole ridurre la quantità di carbonio prodotta, ma vuole i benefici di potersi dire impegnato sul clima"*<sup>223</sup>.

In definitiva, la critica accademica accusa Aramco di rassicurare investitori e stakeholder internazionali da un lato, mostrando progetti verdi e una facciata di conformità ESG e, dall'altro, proseguire, quasi indisturbata, nell'espansione del core business petrolifero fino a quando ciò risulti profittevole. Dal punto di vista degli investitori ESG, le implicazioni appaiono rilevanti. Aramco, dopo la parziale quotazione nel 2019, è entrata nei portafogli di molti fondi globali, ma è spesso

---

<sup>223</sup> Kennedy, Robert, "Green or Greenwashing? Saudi Arabia's Climate Change Pledges," 2021.

esclusa dagli indici *sostenibili* a causa dell'elevata impronta carbonica e del rischio di transizione a questa associato. Alcuni grandi asset manager hanno comunque posizioni in Aramco per via della sua capitalizzazione e rendimento, ma si registra una crescente pressione affinché l'azienda adotti target più credibili.

Ad esempio, il fondo Climate Action 100+ chiede all'azienda di includere le emissioni Scope 3 nei suoi obiettivi e di allineare gli investimenti a scenari *Net Zero 2050*. Finora, la risposta di Aramco è stata difensiva, enfatizzando il fatto che il petrolio saudita abbia uno dei più bassi livelli di emissioni per barile (*circa 10 kg CO<sub>2</sub> per boe*, contro medie mondiali doppie) e che la compagnia stia investendo in efficienze e tecnologie per abbattere l'intensità di carbonio ulteriore. Ciò corrisponde al vero, dato che Aramco persegue attivamente programmi di riduzione del metano, flaring zero e carburanti sintetici, ma agli occhi degli investitori etici questo approccio *incrementale* non equivale ad una strategia "science-based" di decarbonizzazione.

Un segnale del sentiment critico è dato dal fatto che alcune iniziative di comunicazione di Aramco sono state contestate in sedi pubbliche: oltre al caso della pubblicità ritirata nel Regno Unito già citato, nel 2023 testate come Financial Times e Reuters hanno rimosso degli *advertorial* sponsorizzati da Aramco, in cui si esaltavano combustibili alternativi, come gli e-fuels, a seguito di lamentele circa il messaggio fuorviante di tali inserti<sup>224</sup>. In sintesi, il giudizio prevalente tra analisti ESG è che Aramco non stia (ancora) adottando una vera strategia low-carbon, bensì una strategia di diversificazione marginale e di gestione della propria reputazione in vista di un futuro in cui, eventualmente, il carbonio sarà regolato o tassato più severamente. Come ha dichiarato un osservatore, le compagnie petrolifere che negano l'inevitabilità della transizione sono "dalla parte sbagliata della storia"<sup>225</sup>, un monito che ben si applica alla posizione di Aramco.

La capacità di Aramco di guidare davvero la transizione sarà giudicata da ciò che sarà realizzato nel prossimo futuro, nella considerazione che, al momento, i fatti mostrano un gigante petrolifero che si prepara sì a un mondo a basse emissioni, ma alle proprie condizioni, rallentando il più possibile la rinuncia ai combustibili fossili e investendo nel verde solo quanto basta per non perdere legittimità sul piano internazionale.

---

<sup>224</sup> Grostern, Joey. "Financial Times, Reuters Pull Saudi Aramco-sponsored Climate Content." *DeSmog*, 23 aprile 2024. <https://www.desmog.com/2024/04/23/financial-times-reuters-pull-saudi-aramco-sponsored-climate-content/>.

<sup>225</sup> Igini, Martina. "These Companies Are Backtracking on Climate in Bow to Conservatives." *Earth.Org*, 18 marzo 2025. <https://earth.org/these-companies-are-backtracking-on-climate-in-bow-to-conservatives/>.

## 5.2 Saudi Aramco e i mercati emergenti: un'opportunità per la transizione?

Un ruolo sempre più centrale nella transizione energetica è quello che stanno acquisendo i mercati emergenti, sia per quella che sarà la crescita della domanda che come possibili laboratori di innovazione energetica. I mercati emergenti stanno acquisendo un ruolo sempre più centrale nella transizione energetica globale, sia come fonti di crescita della domanda, che come possibili laboratori di innovazione energetica. Asia, Africa, America Latina e Medio Oriente, oggi fuori dalle economie avanzate, rappresentano oltre due terzi della popolazione mondiale, che determineranno la maggior parte dell'aumento futuro della domanda di energia<sup>226</sup>.

Le economie emergenti potrebbero adottare soluzioni innovative, orientandosi a favore di fonti pulite in luogo delle tecnologie fossili tradizionali, ma ciò richiede investimenti ingenti e partenariati efficaci. In questo scenario Saudi Aramco, grazie alla sua potenza finanziaria ed alle conoscenze tecnologiche, si pone come attore chiave. La domanda, quindi, è se e in che modo Aramco possa sfruttando i mercati emergenti come occasione per promuovere la transizione energetica globale, valutando opportunità reali contro potenziali rischi di *greenwashing*. A tal fine, nel prosieguo della trattazione, saranno analizzate le potenzialità offerte dai mercati emergenti come banco di prova per le innovazioni energetiche e le partnership strategiche che potrebbero accelerare il cambiamento, operando un confronto tra Aramco e altri attori, analizzando i risultati conseguiti rispetto alle promesse.

### 5.2.1 Potenzialità dei mercati emergenti come laboratori di innovazione energetica

I mercati emergenti, con le loro caratteristiche uniche, appaiono come interessanti laboratori di innovazione energetica per la transizione. Da un lato, sono portatori di una domanda energetica in rapida crescita e la conseguente impellente necessità di accesso all'energia, con 775 milioni di persone che ancora non dispongono di elettricità affidabile che vivono in economie emergenti e in via di sviluppo. Dall'altro, spesso dispongono di minori infrastrutture legacy legate all'uso di combustibili fossili, il che consente di adottare più rapidamente tecnologie nuove senza i vincoli derivanti da impianti obsoleti. Percorrendo questa direzione, alcune nazioni africane e asiatiche

---

<sup>226</sup> Bhalla, Kritti. "Clean Energy Soars but IEA Warns of 'Fault Line' in World Energy Investment 2024." *IIGCC*, 14 giugno 2024. <https://www.iigcc.org/insights/clean-energy-ica-warns-of-faultline-world-energy-investment-20242>

stanno adottando micro reti elettriche decentralizzate e sistemi solari domestici a pagamento anticipato (*pay-as-you-go*) per portare elettricità in aree rurali, valorizzando modelli innovativi di electrification leapfrogging.

Un caso emblematico è l'India, dove il solare fotovoltaico utility-scale ha raggiunto costi tra i più bassi al mondo, che oscillano tra 20 e 40 \$/MWh, che rendono il fotovoltaico la fonte elettrica più economica della storia. Anche in altre grandi economie emergenti come la Cina, i costi di nuovi progetti solari (20-40 \$/MWh) e eolici sono ormai competitivi o inferiori rispetto a carbone e gas. Secondo l'International Energy Agency (IEA), “i migliori impianti solari al mondo offrono l'elettricità più economica della storia”<sup>227</sup>, segno che le condizioni di insolazione e la scala produttiva raggiunta in molti mercati emergenti permettono di abbattere il LCOE (Levelized Cost of Energy) delle rinnovabili.

In formula, il costo livellato dell'energia di un impianto (LCOE) si calcola come il rapporto tra la somma dei costi attualizzati e la somma dell'energia prodotta attualizzata nell'arco di vita dell'impianto. Un LCOE solare in sensibile discesa (anche < \$0,02/kWh in alcune aste recenti) testimonia il potenziale di questi Paesi come terreno fertile per sperimentare una transizione energetica economicamente sostenibile.

Nonostante queste potenzialità, esiste un profondo divario di investimenti a sfavore delle economie emergenti. Gran parte dei capitali per l'energia pulita oggi si concentra nei Paesi avanzati e in Cina, mentre gli altri mercati emergenti ricevono solo una minima frazione di tali risorse, dato che, come evidenziato dall'IEA, quasi l'85% degli investimenti globali in energia pulita è destinato alle economie avanzate, inclusa la Cina, mentre agli EMDEs (Emerging and Developing Economies) arriva appena il 15%.

Questa disparità pone delle criticità per cui, secondo un rapporto IEA-IFC, per soddisfare in modo sostenibile la crescita della domanda energetica negli EMDEs, entro i primi anni del 2030 servirebbero investimenti annuali paria 2,2-2,8 trilioni di dollari in energia pulita, livelli di gran lunga superiori a quelli attuali. Il direttore IEA, Fatih Birol, ha avvertito del “rischio grave che molti Paesi rimangano indietro”, sottolineando che “*l'investimento è la chiave*” per permettere alle economie emergenti di beneficiare del nuovo panorama energetico globale.

In assenza di finanziamenti adeguati, circa un terzo dell'aumento di domanda energetica nelle economie emergenti rischia di essere coperto ancora da combustibili fossili tradizionali, frenando,

---

<sup>227</sup> Carbon Brief. “Solar Is Now ‘Cheapest Electricity in History’, Confirms IEA.” *Carbon Brief*, 13 ottobre 2020. <https://www.carbonbrief.org/solar-is-now-cheapest-electricity-in-history-confirms-iea/>.

di conseguenza, la transizione energetica. Da questo ne deriva che i mercati emergenti offrono le condizioni potenziali per un salto tecnologico verso modelli puliti, ma necessitano di capitali e know-how per evitare di ricorrere a soluzioni tradizionali ad alto carbonio. In questo contesto, Saudi Aramco riveste un ruolo non pienamente definito.

Da un lato, la compagnia potrebbe fungere da importante catalizzatore di innovazione, investendo in progetti puliti nei mercati emergenti, dall'altro la sua principale linea di business resta la fornitura di petrolio e gas, che questi Paesi continuerebbero ad utilizzare se le alternative pulite non fossero rese accessibili. Aramco stessa riconosce l'importanza della diversificazione, anche in considerazione che l'Arabia Saudita, suo Paese d'origine, ha annunciato obiettivi ambiziosi come i 130 GW di capacità rinnovabile installata al 2030, rispetto ai meno di 5 GW odierni, nell'ambito di Vision 2030. Aramco contribuisce a tale sforzo con investimenti in grandi impianti solari, portando avanti, ad esempio, il progetto Sudair (1,5 GW fotovoltaico) e altri progetti per un totale di 5,5 GW di nuova capacità solare in Arabia Saudita.

Questi impianti mirano a "green the grid", decarbonizzando la rete elettrica domestica e riducendo il consumo interno di olio combustibile per usi energetici, liberando così idrocarburi per l'export o per impieghi industriali. Inoltre, Aramco punta la sua attenzione verso l'idrogeno come vettore energetico pulito, mirando a produrre 2,5 milioni di tonnellate di ammoniaca blu (prodotta da gas con cattura di CO<sub>2</sub>) all'anno entro il 2030, attraverso lo sfruttamento delle riserve gas interne e le infrastrutture di Carbon Capture and Storage (CCS).

Il complesso di tali iniziative porta a ritenere, da parte di Aramco, i mercati emergenti, compreso quello domestico saudita, quali opportunità sia per ridurre emissioni locali che per la promozione e lo sviluppo di nuove filiere verso tali nuovi mercati (es. esportazione di combustibili a basse emissioni come ammoniaca per generazione elettrica in Asia).

Occorre a questo punto valutare come molte di queste iniziative avvengono all'interno del territorio saudita o comunque siano funzionali agli interessi strategici nazionali, più che essere progetti destinati ai mercati emergenti esteri.

Ciò determina la necessità di valutare le attività internazionale della compagnia saudita, onde comprendere se questa stia realmente impiegando i mercati emergenti come banco di prova globale per la transizione. Va notato che negli ultimi anni, Aramco ha intrapreso una serie di investimenti e acquisizioni nei mercati emergenti, soprattutto nel downstream petrolifero, avendo l'obiettivo dichiarato di diversificare oltre l'upstream, garantendosi una solida posizione su tutta la catena del valore energetico. In tale ottica può essere valutata l'acquisizione del pieno controllo della società

cilena Esmax (rete di distribuzione carburanti) e una partecipazione del 40% in GO (Gas & Oil) in Pakistan, uno dei principali network di stazioni di servizio del paese.

Queste operazioni le garantiscono un accesso diretto a mercati emergenti in crescita (il Cile come porta d'ingresso al Sud America e il Pakistan con domanda di carburanti in aumento per via di popolazione e sviluppo infrastrutturale), consolidando, così, la presenza globale di Aramco e garantiscono uno sbocco ai suoi prodotti, monetizzando la catena “dal pozzo alla ruota” (well-to-wheel) in economie in espansione.

A tal punto sorge la domanda se tali operazioni possano realmente contribuire alla transizione energetica. In prima istanza, appaiono come un modo per Aramco di alimentare la domanda di combustibili fossili in nuovi mercati, assicurando che benzina e diesel sauditi alimentino i trasporti emergenti nei prossimi decenni.

Potenzialmente, però, Aramco potrebbe convertire tali reti in veicoli di transizione, integrando la distribuzione di biocarburanti avanzati, idrogeno o punti di ricarica elettrica nelle stazioni acquisite. Finora non vi sono piani concreti noti in tal senso, e l'impressione è che la priorità sia la tenuta del core business. Come ha spiegato un dirigente Aramco, tali acquisizioni rafforzano la resilienza dell'azienda contro fluttuazioni della domanda regionale e “ancorano Aramco nell'economia energetica del futuro” grazie alla diversificazione strategica.

I mercati emergenti appaiono come opportunità di crescita e di sperimentazione, nei quali la compagnia esporta il proprio modello integrato, aggiungendo talvolta elementi, continuando, però, in via prevalente, prevalentemente continua a sostenere soluzioni collegate agli idrocarburi, almeno nel breve termine. Deve comunque essere riconosciuto l'investimento che Aramco, sul piano delle tecnologie innovative, sta sostenendo, attraverso la ricerca e sviluppo, spesso condotti in collaborazione con partner internazionali e startup, alcune delle quali basate in mercati emergenti, come ad esempio il caso della Aramco Ventures, braccio di venture capital dell'azienda, che nel 2022-2025 ha lanciato un fondo Sustainability da \$1,5 miliardi per lo sviluppo di tecnologie a supporto di una transizione “stabile e inclusiva”<sup>228</sup>.

Tramite questo fondo, Aramco mira a finanziare, a livello globale, soluzioni quali la cattura e stoccaggio della CO<sub>2</sub>, l'idrogeno (in tutte le sue forme, dal *blu* al *verde*), i carburanti sintetici a basse emissioni e l'efficienza energetica, come avvenuto nel febbraio 2025, quando Aramco Ventures ha investito nella società HydroTech, sviluppatrice di elettrolizzatori alcalini avanzati per idrogeno

---

<sup>228</sup>Reuters. “Energy Transition Could Take 30 Years, Saudi Finance Minister Says.” *Reuters.com*, 26 ottobre 2022. <https://www.reuters.com/world/middle-east/energy-transition-could-take-30-years-saudi-finance-minister-says-2022-10-26/>.

verde. HydroTech, attiva con partner in Cina, Europa, Nord Africa e Asia Centrale, mira a ridurre il consumo energetico dell'elettrolisi di circa il 10% e abbattere il costo dell'idrogeno verde sino a 3-4 \$/kg<sup>229</sup>, vedendo in questa società un leader tecnologico capace di beneficiare delle risorse rinnovabili a basso costo del Medio Oriente e Nord Africa (MENA), in grado di consentire una produzione di idrogeno verde tra le più economiche al mondo.

Questa partnership è la testimonianza di un possibile percorso virtuoso, che vedono i capitali sauditi investiti in innovazioni globali da implementare sia in patria che in altri mercati emergenti, creando un *circolo di innovazione* Nord-Sud. Un altro fronte tecnologico su cui Aramco collabora con attori emergenti è il Carbon Capture and Storage (CCS). In tale ambito, la compagnia sta realizzando a Jubail (Arabia Saudita orientale) uno dei più grandi hub di cattura CO<sub>2</sub> al mondo, con una capacità prevista di 9 Mt CO<sub>2</sub>/anno, in partnership con aziende multinazionali, con l'obiettivo di offrire, in futuro, servizi di "carbon capture as a service" alle industrie.

Sebbene tale progetto sia realizzato in patria, una sua replica in altre aree, potrebbe fornire un modello per cluster industriali a basso tenore di carbonio a favore delle economie emergenti, con un abbattimento delle emissioni, senza rinunciare all'operatività di impianti. Aramco riconosce tuttavia che le condizioni economiche del CCS pongono dei limiti di fattibilità, senza un congruo prezzo del carbonio, il che evidenzia come molte innovazioni necessitino anche di un quadro politico adeguato per potersi diffondere sui mercati emergenti. In conclusione, i mercati emergenti, pur offrendo un terreno fertile per lo sviluppo delle innovazioni, presentano il rischio di rimanere legati alla alta intensità di carbonio senza tempestive soluzioni pulite.

E qui, Aramco, con le sue risorse, potrebbe fungere da acceleratore della transizione in tali mercati qualora decidesse di investire in maniera massiccia in energia pulita, trasferendo, nel contempo, competenze tecnologiche. Allo stato, però, la sua azione pare più orientata a garantire sbocchi ai combustibili fossili sauditi a sostegno del proprio business, più che a avviare reali operazioni di cambiamento energetico nei paesi emergenti.

Valutare se questa situazione possa cambiare, comporta la necessità di analizzare le partnership che Aramco sta stringendo e come queste potrebbero incidere sul cambiamento.

---

<sup>229</sup> Aramco Ventures. "Aramco Ventures Makes Strategic Investment in HydroTech." *Aramco Ventures*, 20 febbraio 2025. <https://aramcoventures.com/news/aramco-ventures-makes-strategic-investment-in-hydrotech/>.

## 5.2.2 Partnership strategiche per accelerare il cambiamento

Appare chiaro, a questo punto, come il successo della transizione nei mercati emergenti sia largamente dipendente da partnership efficaci tra governi, aziende incumbent (come Aramco) e nuovi attori tecnologici. Per soddisfare tali aspettative, Aramco ed il Regno Saudita hanno avviato una serie di collaborazioni internazionali che riguardano la diplomazia energetica, lo sviluppo di progetti concreti e la condivisione di conoscenze.

Un riscontro viene dal continente africano, dove sono stati avviati una serie accordi e di investimenti strategici, con l'annuncio, fatto alla fine del 2024, di un ambizioso impegno saudita di 41 miliardi di \$ a favore di nazioni dell'Africa subsahariana, di cui \$1 miliardo per iniziative di sviluppo, \$5 mld per start-up, \$10 mld in finanziamenti tramite l'Export-Import Bank saudita e \$25 mld di investimenti privati previsti nel prossimo decennio. All'interno di questa operazione, circa \$7 miliardi sono destinati a progetti di energia rinnovabile nel continente, in cui protagonista è ACWA Power, società saudita partecipata dal fondo sovrano saudita PIF, affermatasi come il maggiore investitore privato in energie rinnovabili nel continente africano, portando a compimento, in Sudafrica, la centrale solare a concentrazione *Redstone* da 100 MW e l'impianto fotovoltaico *Kom Ombo* da 200 MW in Egitto<sup>230</sup>, con lo sviluppo attuale del *Project DAO* in Sudafrica, il più grande impianto ibrido rinnovabile del continente, che tramite l'integrazione dell'eolico, del solare e dello stoccaggio, per la cui realizzazione sono stati investiti 800 milioni.

Tali progetti sono stati realizzati in partnership con governi locali e finanziatori internazionali, e danno conto di come il Regno saudita stia utilizzando i mercati emergenti per espandere il proprio portafoglio energetico "verde" all'estero. Pur considerando che la maggior parte delle iniziative rinnovabili saudite in Africa siano condotte tramite ACWA e PIF, anche Aramco si pone quale attiva di un discorso di cooperazione. In tal senso, nel 2025, fonti regionali riportano che la compagnia saudita abbia deciso di stringendo partnership con diversi paesi africani, con lo scopo di fornire il suo supporto ad investimenti per la produzione energetica, sviluppo di infrastrutture e trasferimento di conoscenze tecniche.

Lo scopo dichiarato di queste collaborazioni è quello di potenziare le capacità di produzione di petrolio e gas delle nazioni partner, migliorandone la sicurezza energetica, aspirando, nel contempo, ad allinearsi con le ambizioni di sostenibilità africane. Ciò si traduce spesso in accordi per assistenza tecnica, formazione e possibili co-investimenti in infrastrutture energetiche. In tal senso deve essere

---

<sup>230</sup>The Southern African Times, "Saudi Arabia Expands Energy Ties with Africa," 2024.

letta l'iniziativa del Ministero dell'Energia saudita "Empowering Africa", volta a fornire soluzioni di energia pulita, connettività digitale, e-health e e-learning in tutto il continente africano, implementando programmi esistenti come il *Clean Fuel Solutions for Cooking*, per la diffusione di combustibili puliti in sostituzione della biomassa tradizionale, con un'idea di fondo, sostenuta dal ministro Abdulaziz bin Salman, che "l'accesso all'energia è un diritto umano fondamentale"<sup>231</sup> e che l'Africa debba avere accesso a un'energia sostenibile ed efficiente.

Questa situazione vede Aramco operare in sinergia con il governo saudita nel porsi come partner di sviluppo energetico per i Paesi emergenti, scelta che, se coerentemente portata avanti, potrebbe realmente accelerare il cambiamento, attraverso la fornitura di capitali e competenze per progetti puliti. Tuttavia, esistono posizioni di segno scettico, secondo cui tali impegni possano celare obiettivi meno "green", quali, ad esempio, l'acquisizione di concessioni petrolifere, contratti di fornitura a lungo termine o influenza politica, contropartite di una cooperazione sostenibile.

Distinguere operazioni di greenwashing da opportunità reali da richiede, di conseguenza, un'analisi critica approfondita, caso per caso, come l'accordo tra Arabia Saudita ed Egitto che prevede una cooperazione sull'efficienza energetica ed il miglioramento di infrastrutture petrolifere. Mentre ciò può portare benefici, legati alla riduzione degli sprechi e a minori emissioni nell'oil & gas, allo stesso tempo consolida l'asse su combustibili fossili.

Analogamente, Aramco potrebbe sostenere paesi africani produttori nello sviluppo di giacimenti di gas, visto come "combustibile ponte" più pulito del carbone, il che, pur portando sviluppo economico in loco, quegli stati a nuove infrastrutture gas per decenni. Un parallelo può farsi con le Just Energy Transition Partnerships (JETP) promosse da paesi occidentali, come il piano da \$8,5 mld per aiutare il Sudafrica a uscire dal carbone. Lo scopo finale appare simile, ossia convogliare fondi verso transizione equa, ma con una differenza che sta nelle condizioni.

Le partnership saudite/Aramco finora non hanno incluso condizionalità stringenti di decarbonizzazione e questo significa che l'efficacia di tali alleanze, per accelerare davvero il cambiamento, dipenderà dalla sovrapposizione di interessi tra i partner emergenti che spingeranno per progetti green e Aramco/PIF decisi a finanziarli perché in linea con Vision 2030 o con la reputazione internazionale.

---

<sup>231</sup> Reuters. "Energy Transition Could Take 30 Years, Saudi Finance Minister Says." *Reuters.com*, 26 ottobre 2022. <https://www.reuters.com/world/middle-east/energy-transition-could-take-30-years-saudi-finance-minister-says-2022-10-26/>.

In questo caso sarà possibile ottenere allora vedremo risultati positivi, come i parchi solari ACWA, mentre, nel caso dovesse prevalere l'interesse immediato per petrolio e gas, i partenariati rischiano di diventare un modo di estendere il ciclo del carbonio sotto una veste cooperativa. Un aspetto cruciale per la valutazione delle partnership è il raffronto con altri attori, al fine di comprendere se Aramco sia davvero più lenta o meno “green” rispetto alle altre major globali nei mercati emergenti.

Tabella 6 – Confronto di impegni sulla transizione energetica: Saudi Aramco vs principali oil & gas majors (dati aggiornati al 2024)

Indicatore	Saudi Aramco	BP (UK)	TotalEnergies (Fr)	Shell (NL/UK)
Obiettivo Net Zero	2050 per Scope 1-2 (operazioni proprie); Scope 3 (uso prodotti) escluso (target nazionale KSA al 2060)	2050 Scope 1-2-3 (intensità carbonica netta zero); riduzione 20-30% Scope 3 al 2030 (poi abbandonata nel 2023) <sup>232</sup>	2050 Scope 1-2-3 (net zero); -40% emissioni operative al 2030 vs 2015	2050 Scope 1-2-3 (net zero su intensità) ; 2035 obiettivo riduzione assoluta abbandonato nel 2023
Investiment i annui in low-carbon (stima 2023/25)	~ \$1 mld/anno (~5% capex) – es. \$1,5 mld fondo pluriennale	~\$1,5-2 mld/anno al 2025 (dimezzato da \$5 mld previsti), pari a ~20% capex; punta 50% capex in transizione entro 2030	~\$5 mld/anno (2023) in rinnovabili ed elettricità (circa 25% capex totale)	~\$3 mld/anno (stima 2023) in rinnovabili, idrogeno e CCS (circa 10-15% del capex)
Capacità rinnovabile target	Nessun target pubblico su capacità; progetti	50 GW entro 2030 (capacità)	100 GW entro 2030 (capacità)	n.d. (nessun target GW; ~3,5 GW)

<sup>232</sup>L., Jennifer. “BP Rolls Back on Net Zero Goals, Bets \$10B on Fossil Fuels: A Smart Move or a Climate Setback?” *CarbonCredits.com*, 27 febbraio 2025. <https://carboncredits.com/bp-rolls-back-on-climate-goals-renewable-energy-and-bets-10b-on-fossil-fuels-a-smart-move-or-a-climate-setback/>.

	in sviluppo ~5,5 GW (solare e eolico) entro 2030	rinnovabile sviluppata)	rinnovabile installata lorda) <sup>233</sup>	operativi al 2023) <sup>234</sup>
Produzione petrolio prevista 2030	Aumento: capacity up 12→13 mln barili/giorno entro 2027; nessun taglio output previsto al 2030	Riduzione: - 25% output oil & gas 2019-2030 (target originario BP 2020, rivisto a - 10% nel 2023)	~Stabile: leggero incremento gas, peak oil entro ~2030 (piano TE strategia 2022)	Leggera riduzione: peak oil raggiunto 2019, declino ~1-2% annuo fino 2030 (prioritizzando gas)

La *Tabella 6* evidenzia come Aramco presenti un profilo molto diverso dalle major occidentali, in quanto il suo obiettivo di neutralità carbonica riguarda solo le emissioni operative Scope 1 e 2, escludendo di fatto il 85-90% delle emissioni totali legate all'uso dei suoi prodotti<sup>235</sup>.

Ciò porta Aramco a rendere più pulite estrazione e raffinazione, senza impegnarsi a ridurre la combustione di petrolio da parte dei clienti finali. Al contrario, BP, Shell e TotalEnergies, pur con differenze, hanno annunciato target net-zero includendo le Scope 3, pianificando significative riduzioni di produzione petrolifera entro il 2030.

Tuttavia, va notato che di recente anche queste aziende stanno rallentando i loro piani di transizione. Infatti BP nel 2023-24 ha rivisto al ribasso i tagli di produzione, dal - 40% inizialmente promesso al - 25%, sino ad ipotizzare addirittura una crescita di output gas, con una riduzione degli investimenti annui in rinnovabili a circa \$2 mld, riallocando più capitali, fino a \$10 mld/anno nell'upstream tradizionale<sup>236</sup>. Shell, per suo conto, ha abbandonato il target intermedio 2035 di

<sup>233</sup>TotalEnergies. "Renewable Energies: Strengthening Our Presence in Solar and Wind." *TotalEnergies.com*, 2024. <https://totalenergies.com/company/energy-expertise/explore-produce/renewable-energies>.

<sup>234</sup>Reuters. "Shell Shifts Focus from Renewables to Oil and Gas Amid Business Review." *Baird Maritime*, 4 dicembre 2024. <https://www.bairdmaritime.com/offshore/renewables/offshore-wind/shell-shifts-focus-from-renewables-to-oil-and-gas-amid-business-review>.

<sup>235</sup>Elkins, Beckett. "How the World's Largest Oil Company 'Greenwashes' the Truth." *The Yale Review of International Studies*, 16 maggio 2023. <https://yris.yira.org/column/how-the-worlds-largest-oil-company-greenwashes-the-truth/>.

<sup>236</sup>Al Jazeera. "BP Drops Climate Targets in Switch Back to Oil and Gas." *Al Jazeera*, 26 febbraio 2025. <https://www.aljazeera.com/news/2025/2/26/bp-drops-climate-targets-in-switch-back-to-oil-and-gas>.

riduzione emissioni assolute<sup>237</sup> e sta concentrando nuove spese su oil & gas core, sacrificando iniziative green meno redditizie<sup>238</sup>.

L'analisi di questo contesto evidenzia come il settore oil & gas, visto nel suo complesso, stia facendo marcia indietro su alcuni impegni climatici di breve termine, spinto dai forti profitti degli idrocarburi degli ultimi anni e dalle pressioni di *energy security*. Di riflesso, l'atteggiamento di Aramco, spesso criticato come poco allineato con Parigi, appare in parte validato, con la stessa BP, considerata pioniera nella strategia "Beyond Petroleum", ora afferma di volersi "rifocalizzare sul valore per gli azionisti nel lungo termine", tornando al petrolio e gas.

Tali scelte comportano vantaggi, ma anche rischi per la transizione nei mercati emergenti. Vantaggi perché Aramco e simili NOC, potrebbero colmare il vuoto investendo *almeno* in progetti gas meno emissivi o in infrastrutture efficienti e rischi, perché un arretramento complessivo degli investimenti nelle rinnovabili porterebbe i mercati emergenti ad essere ancor più dipendenti dai fossili. Tra gli aspetti positivi da considerare vi è quello che Aramco vanta alcuni dei più bassi indicatori di intensità carbonica nell'industria petrolifera, con un'emissione media di circa 0,6 kg di CO<sub>2</sub> per barile equivalente (upstream), molto meno della media di molte altre compagnie, attestate a circa 18 kg/boe.

Questo risultato è ottenuto grazie a risorse geologiche di alta qualità e flaring ridotto, con Aramco impegnata a ridurre ulteriormente questa intensità del 15% entro il 2035<sup>239</sup>. Ciò significa che, a parità di barile consumato, quello saudita determina meno emissioni nel ciclo produttivo, fattore spesso sottolineato dalla compagnia saudita come contributo alla mitigazione climatica, per cui scegliere il suo petrolio "low carbon" rispetto a greggi heavy ad alto tenore di zolfo o estratti con metodi energivori (oil sands, shale), porterebbe ad una riduzione delle emissioni globali *well-to-tank*. Tuttavia, come notano gli osservatori, il grosso delle emissioni resta nel *tank-to-wheel*, ossia nella combustione finale, pari a circa 400+ kg CO<sub>2</sub> per barile.

Ciò determina che fintanto che Aramco continuerà a vendere miliardi di barili, quelle emissioni restaranno alte, indipendentemente dall'efficienza upstream. Un ex geologo BP ha chiosato: "Non puoi decarbonizzare il petrolio per via delle emissioni intrinseche all'uso finale – è un mito"<sup>240</sup>. In

---

<sup>237</sup>Gabbatiss, Josh. "Shell Abandons 2035 Emissions Target and Weakens 2030 Goal." *Carbon Brief*, 14 marzo 2024. <https://www.carbonbrief.org/shell-abandons-2035-emissions-target-and-weakens-2030-goal/>

<sup>238</sup>Frazier, Zachary. "BP and Shell Scaling Back Energy Transition Plans." *Oklahoma Minerals*, 20 novembre 2024. <https://www.oklahomaminerals.com/bp-and-shell-scaling-back-energy-transition-plans>.

<sup>239</sup>CarbonCredits.com. "Aramco Carbon Credits: 7kg of CO<sub>2</sub>e/boe by 2035." *CarbonCredits.com*, 15 aprile 2025. <https://carboncredits.com/aramco-carbon-credits/>.

<sup>240</sup>Elkins, Beckett, "How the World's Largest Oil Company 'Greenwashes' the Truth," 2023.

effetti, la strategia net-zero di Aramco al 2050, concentrata solo sulle emissioni operative, viene criticata come greenwashing, dal momento che esclude dal conteggio circa i 4/5 dell'impronta carbonica reale dell'azienda. Sull'argomento la risposta saudita è che la responsabilità delle emissioni da consumo ricade sugli utilizzatori e sui governi che fissano le politiche energetiche, posizione che origina un controverso dibattito tra la responsabilità storica e le esigenze di sviluppo. Per molti mercati emergenti, l'importazione di petrolio relativamente "più pulito" da Aramco può portare benefici marginali nel breve e medio termine, ma la vera sfida è ridurre la dipendenza dal petrolio, a prescindere dalla provenienza.

Comprendere l'atteggiamento reale di Aramco verso i mercati emergenti in tema di transizione energetica richiede il bilanciamento di due prospettive. Da una parte, le opportunità reali che tale sfida offre, alla luce dei capitali e delle conoscenze tecnologiche di Aramco che possono aiutare i paesi emergenti a sviluppare energie pulite, unitamente a partnership strategiche, che trasferiscono know-how e creano infrastrutture energetiche moderne, e ad un approccio pragmatico che favorisca il ricorso a mix energetici diversificati (incluso gas e solare) in grado di garantire uno sviluppo sostenibile.

Dall'altra, esistono possibili rischi di greenwashing, con Aramco che potrebbe usare iniziative dai contenuti "verdi" marginali, allo scopo di migliorare la propria immagine, lasciando inalterato il suo core business, che rimane quello dell'espansione petrolifera, dovendosi valutare in tale prospettiva i 27 miliardi di tonnellate di CO<sub>2</sub> che l'azienda prevede di emettere al 2030 con la produzione pianificata, pari a circa il 4,7% del budget carbonico mondiale per 1,5°C).

I progetti a basse emissioni di Aramco, nell'ottica di una concreta comparazione con la mole di investimenti destinati a petrolio e gas, sono ancora limitati, dato che per ogni 1 \$ destinato a fonti fossili in Medio Oriente, solo 0,2 \$ sono impiegati per le energie pulite<sup>241</sup>, con una proporzione pari ad un decimo di quella mondiale, dato che evidenzia il ritardo nella riallocazione del capitale verso attività compatibili col clima. L'inversione della rotta richiederebbe l'adozione di scelte strategiche coraggiose, attraverso la destinazione di una quota significativa del suo capex, nella misura di decine di miliardi di dollari, a favore delle energie rinnovabili, idrogeno, bioenergie e cattura carbonio nei mercati emergenti.

Allo stato tale decisione non è stata pienamente adottata, dal momento che l'azienda continua a investire massicciamente nell'aumento della capacità produttiva oil, fino a 13 milioni bbl/g e nello

---

<sup>241</sup>International Energy Agency. "Middle East." In *World Energy Investment 2024*. Paris: IEA, 2024. <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2024/middle-east>.

sviluppo gas, assicurandosi al contempo partecipazioni in raffinerie e reti distributive globali per i propri prodotti. Eppure, dinamiche geopolitiche ed economiche in evoluzione, sempre più orientate verso la transizione ed al rispetto degli accordi climatici, potrebbero spingere Aramco ad assumere un ruolo decisamente più proattivo, dato che la crescente competitività delle rinnovabili, le pressioni dei mercati finanziari sulla disclosure climatica, e l'impegno del Regno saudita a diversificare l'economia oltre il petrolio, creano quei presupposti affinché Aramco impieghi i mercati emergenti come banco di prova di nuove soluzioni.

In tal senso, in l'India o il Sud-est asiatico, ad esempio potrebbero avviarsi investimenti sauditi in ammoniaca "blu" per la co-combustione in centrali elettriche a carbone, in grado di ridurre le emissioni senza eliminare subito i combustibili tradizionali. L'importante è capire se tali investimenti verranno accompagnati da una valutazione dei risultati rigorosa e trasparente, oppure rimarranno operazioni a prevalente connotazione commerciali con un *green tint*. In conclusione, allo stato attuale Aramco sta certamente cogliendo le opportunità offerte dai mercati emergenti, ma più per rafforzare la propria resilienza e acquisire nuovi mercati di sbocco che per guidare una vera e sostenuta transizione verde globale.

Le potenzialità dalle aree emergenti come *laboratorio di innovazione* rimangono elevate, grazie ai costi in calo delle rinnovabili, le giovani popolazioni aperte a nuovi modelli, unite alle pressanti esigenze di accesso energetico, con Aramco che dispone di risorse e competenze adeguate. Se l'azienda saprà evolvere da gigante petrolifero a fornitrice di soluzioni energetiche sostenibili, allora i mercati emergenti diventeranno davvero un'opportunità per la transizione globale e non solo un nuovo teatro per i combustibili fossili. La valutazione critica suggerisce di monitorare gli indicatori concreti, come la percentuale di investimenti Aramco in progetti low-carbon anno per anno, i megawatt di rinnovabili installati o finanziati all'estero, le tonnellate di CO<sub>2</sub> catturate o evitate grazie ai suoi interventi ed il numero di partnership finalizzate a energie pulite rispetto a quelle orientate su petrolio/gas. Solo attraverso questi dati si potrà distinguere la sostanza dal marketing.

Come mostrato, finora i numeri pendono più sul lato fossile che su quello verde, ma la partita è in corso. I mercati emergenti saranno il banco di prova definitivo delle ambizioni di Aramco, per capire se questi saranno un'occasione autentica in direzione della transizione energetica globale, oppure mero espediente per prolungare l'era del petrolio sotto nuove vesti. La risposta dipenderà da scelte strategiche imminenti che, nel prossimo decennio, sia di Aramco che dei Paesi emergenti saranno chiamate a fare.

## 5.3 Saudi Aramco può davvero guidare la transizione energetica?

Dall'analisi sin qui svolta, emerge un quadro complesso sui limiti e le potenzialità di Saudi Aramco nell'ambito della transizione energetica globale. In questa sezione conclusiva si fornirà una sintesi critica dei risultati, valutando se e in che misura la compagnia possa realmente assumere un ruolo di leader nella transizione ambientale. Ci si concentrerà sugli ostacoli strutturali e sistemici che ne condizionano le scelte, sul suo impatto nelle valutazioni internazionali in materia di ESG (Environmental, Social and Governance), inclusi i rischi di *greenwashing*, il rapporto con la finanza sostenibile e le pressioni normative globali e si integreranno i dati quantitativi aggiornati (IEA, BloombergNEF, report di sostenibilità aziendali) riguardanti investimenti (CapEx), emissioni e trend della domanda energetica. Infine, sulla base delle evidenze emerse, si offriranno delle considerazioni su quello che potrebbe essere il futuro del settore energetico globale.

### 5.3.1 Dati quantitativi e trend globali: investimenti, emissioni e domanda energetica

Per sintetizzare la valutazione appare utile riepilogare alcuni indicatori quantitativi chiave emersi dall'analisi, ponendo Aramco nel contesto del sistema energetico globale in transizione:

- **impronta emissiva e budget climatico:** Aramco ha contribuito a circa 4-5% delle emissioni di gas serra energetiche globali negli ultimi decenni. I suoi piani produttivi al 2030 (27 Gt CO<sub>2</sub>) coprono quasi 1/20 del budget 1,5 °C mondiale residuo. Per confronto, 25 grandi imprese fossili globali messe assieme rischiano di utilizzare entro il 2050 ben il 50% del budget 1,5 °C – il che significa che Aramco da sola rappresenta quasi un decimo del “problema” a livello di imprese. Azzerare o trasformare l'impronta di Aramco avrebbe dunque un impatto tangibile sugli impegni climatici globale, ma per ora le sue iniziative di riduzione riguardano solo una minima parte delle emissioni (Scope 1 e 2, circa 60 milioni ton. CO<sub>2</sub>e all'anno su un totale di circa 1.600 milioni ton., includendo lo Scope 3);
- **investimenti in energia pulita rispetto al fossile:** Aramco investe meno dell'1% del suo CapEx in progetti low-carbon, con un valore assoluto di pochi centinaia di milioni di \$ l'anno, oltre al fondo da 1,5 miliardi stanziato una tantum. A livello mondiale, gli investimenti annui in tecnologie a basso carbonio hanno raggiunto circa 1,1-1,4 trilioni di \$ nel 2022, e dovrebbero salire a oltre 4 trilioni \$/anno entro il 2030 per allinearsi agli scenari

net-zero<sup>242</sup>. Ciò evidenzia che l’apporto odierno di Aramco sia pressoché irrilevante in termini percentuali, pari a meno dello 0,1% degli investimenti globali in rinnovabili, veicoli elettrici, efficienza, ecc.. Anche restringendo il confronto al settore oil&gas, le compagnie europee (Shell, BP, TotalEnergies, Eni) destinano in media tra il 10 e il 20% del CapEx a business “low-carbon” (rinnovabili, bioenergie, idrogeno, ecc.), mentre le americane (Exxon, Chevron) sono al 5% o meno; Aramco, a giudicare dai dati disponibili, è su livelli analoghi ai *laggard* americani, se non più bassi;

- **capacità e progetti low-carbon annunciati:** la compagnia ha fissato alcuni target interni per nuove iniziative energetiche, quali i 12 GW di capacità rinnovabile entro il 2030, i 2 milioni di ton/anno di idrogeno, sotto forma di 11 Mt di ammoniaca entro il 2030<sup>243</sup> e gli 11 Mt/anno di stoccaggio CO<sub>2</sub> entro 2035, che appaiono obiettivi significativi, ma che necessitano di una loro contestualizzazione. Ad esempio, 12 GW rappresentano circa il 20% del piano di espansione rinnovabile dell’Arabia Saudita (58 GW al 2030), per cui Aramco contribuirebbe per una quota importante allo sforzo nazionale di decarbonizzare la generazione elettrica. A livello globale, però, ogni anno si installano oltre 300 GW di nuova capacità rinnovabile e questa cifra è in rapida crescita. Ciò significa che il contributo potenziale di Aramco nella diffusione di rinnovabili appare modesto. Analogo discorso vale per l’idrogeno, dove i 2 Mt H<sub>2</sub>/anno di Aramco equivalgono a circa il 5-6% della produzione mondiale prevista di idrogeno a basso carbonio al 2030<sup>244</sup>, un comparto nascente, dove l’apporto saudita potrebbe essere rilevante in nicchie (esport di ammoniaca verso Asia/Europa), ma non trasformativo su scala globale. Quanto al CCS, gli 11 Mt catturati da Aramco entro 2035 andrebbero confrontati con gli oltre 7.000 Mt di CO<sub>2</sub> che andrebbero abbattuti annualmente entro il 2050 nello scenario net-zero, di cui circa 1.000 Mt/anno tramite CCS secondo IEA. Anche qui, il valore corrisponde a meno dell’1% del fabbisogno di mitigazione tramite CCS;
- **andamento della domanda energetica e picco del petrolio:** in tale ambito le previsioni di scenario divergono, in quanto *OPEC/Aramco* continuano a vedere una domanda petrolifera in crescita almeno fino ai primi anni, sottolineando che senza investimenti sufficienti si

---

<sup>242</sup> KnowESG. “ESG Investing and the Discomfort of Big Oil.” *KnowESG*, April 2023. <https://www.knowesg.com/featured-article/esg-investing-and-the-discomfort-of-big-oil>

<sup>243</sup> ReGlobal. “Aramco Plans to Generate 12 GW of Renewable Energy by 2030.” *ReGlobal*, June 2023. <https://reglobal.org/aramco-plans-to-generate-12-gw-of-renewable-energy-by-2030/>

<sup>244</sup> Aramco LIFE. “Heading for Hydrogen and a Lower Carbon Future.” *Elements Magazine*, March 2024. <https://www.aramco.com/en/news-media/elements-magazine/2024/heading-for-hydrogen-and-a-lower-carbon-future>.

rischiano shock di offerta, mentre *IEA e altri analisti* notano invece segnali che il consumo di petrolio stia per raggiungere un plateau, con un picco attorno ai 104 milioni bbl/giorno entro il 2030, seguito da un leggero declino, salvo politiche più decise che accelererebbero la discesa. In ogni caso, anche nello scenario più ottimistico dell'industria, la crescita residua della domanda è limitata e concentrata in specifici settori, quali aviazione, petrolchimica e a determinate regioni, come Asia ed Africa. Nel frattempo, le tecnologie alternative avanzano, con una crescita, nel 2023, di veicoli elettrici ed il superamento del livello globale di 14 milioni di veicoli elettrici venduti in un anno, portando la quota EV nel nuovo ad oltre il 18%<sup>245</sup>. La diffusione dei veicoli elettrici potrebbe sottrarre, entro il 2030, circa 5-6 milioni di barili/giorno di domanda di carburanti stradali (stima BNEF). Al contempo, l'efficienza energetica migliora e la crescita economica cinese rallenta e si fa più pulita, riducendo l'intensità petrolifera. Tutti questi trend suggeriscono che affidarsi a una continua espansione del mercato dell'oil potrebbe essere un calcolo errato per il medio termine. La stessa Aramco ha riconosciuto l'esistenza di segnali di cambiamento in alcuni mercati, investendo, di conseguenza, nella petrolchimica (acquisizione di SABIC) per destinare più barili a prodotti chimici invece che carburanti, e diversificando nel gas naturale, la cui domanda si prevede più resiliente dell'olio. Guardano al periodo 2040-2050, le stime compatibili col clima vedono una drastica elettrificazione dei consumi finali, con le rinnovabili come fonte dominante di generazione elettrica e un ruolo per l'idrogeno (verde) e biocarburanti nei segmenti difficili da elettrificare. In tali scenari, il petrolio scenderebbe a un ruolo marginale, riservato perlopiù a chimica, aviazione e poco altro e la gran parte delle riserve di Aramco rimarrebbero nel sottosuolo. Al contrario, scenari di domanda "robusta" di petrolio nel 2050 implicano fallimento degli obiettivi climatici e riscaldamento ben oltre i 2 °C, con impatti catastrofici e instabilità economica che finirebbero per minare anche l'industria petrolifera stessa.

In base a questi dati, possiamo affermare che Aramco non è il protagonista della transizione energetica, bensì un attore che si muove ancora prevalentemente nel paradigma fossile, cercando, al contempo, di adattarsi ai margini. La sua enfasi sul fornire "petrolio a basse emissioni per la transizione" potrebbe farle guadagnare tempo e attenuare l'impatto relativo di ogni barile, ma non

---

<sup>245</sup>Reuters. "World Oil, Gas, Coal Demand to Peak by 2030, IEA Says." *Reuters*, October 24, 2023. <https://www.reuters.com/business/energy/world-oil-gas-coal-demand-peak-by-2030-iea-says-2023-10-24/>

risolve il problema fondamentale del *phase-out* dei combustibili fossili richiesto dal budget di carbonio.

### 5.3.2 Prospettive future e considerazioni conclusive

Sulla base delle considerazioni svolte, quale futuro si profila dunque per Saudi Aramco e per il settore energetico globale e quali prospettive emergono? La risposta presenta sfumature importanti.

Da un lato, la transizione energetica procede e si intensifica su scala mondiale, spinta da imperativi climatici, innovazione tecnologica e da esigenze di sicurezza geopolitica, come la necessità di ridurre la dipendenza da forniture fossili estere. Come dichiarato dall'IEA, tale processo è ormai “unstoppable” e sarà solo una questione di tempo vederne gli effetti strutturali.

Dall'altro lato, la transizione avvierà in maniera progressiva, dato che petrolio e gas non potranno repentinamente scomparire, essendo destinati a conservare, nel prossimo decennio, ancora una quota significativa dell'energia globale, soprattutto in assenza di politiche più coraggiose ed in tale ambito, la compagnia saudita continuerà a svolgere un ruolo fondamentale in qualità di uno dei principali fornitori di energia convenzionale. Anzi, è plausibile che nei prossimi 10-15 anni Aramco possa accrescere ulteriormente la propria quota di mercato petrolifero globale, nel caso in cui la domanda dovesse stabilizzarsi o calare leggermente, con le risorse a più alto costo (shale oil, oil sands, produttori con elevati break-even) che potrebbero uscire prima dal mercato, lasciando ad Aramco, forte dei suoi costi bassissimi, la possibilità di acquisire una fetta maggiore di un mercato in fase di contrazione.

In questo scenario, la compagnia sembra prepararsi a essere l'ultimo produttore a resistere, ottimizzando ogni barile con la minor intensità di carbonio possibile. Ma essere l'ultimo grande produttore di petrolio non equivale a guidare la transizione energetica, quanto significherebbe piuttosto, *massimizzare il ruolo nel vecchio paradigma* finché dura. La leadership nella transizione spetterà invece a chi saprà rimodellare il proprio business e l'intero sistema verso le nuove fonti.

Per Aramco, una vera svolta di leadership richiederebbe un impegno strategico molto più deciso verso la diversificazione, attraverso l'impiego di una porzione rilevante dei suoi profitti record per diventare uno dei maggiori sviluppatori mondiali di energie rinnovabili o investire massicciamente in ricerca e sviluppo su tecnologie di rottura, come batterie avanzate, direct air capture della CO<sub>2</sub>, materiali alternativi al petrolio, etc, sforzi contenuti se paragonati alla scala di valori della compagnia, che pur ha dimostrato spesso capacità ingegneristiche e di adattabilità notevoli.

In conclusione, la domanda posta non trova una risposta affermativa nelle condizioni attuali, se per “guidare” intendiamo *imprimere un'accelerazione e un cambio di paradigma in linea con gli*

*obiettivi climatici*. Aramco al momento non è il motore della transizione, bensì uno degli ingranaggi principali dell'industria energetica tradizionale che la transizione mira a trasformare.

Ciò detto, la compagnia possiede le risorse e l'influenza potenziali per incidere enormemente sull'andamento della transizione: se sceglierà o se sarà costretta ad usarle in tal senso, il suo coinvolgimento potrebbe facilitare un cambiamento più ordinato e tecnologicamente avanzato.

Viceversa, in caso di resistenza al cambiamento fino all'ultimo, potrebbero ritrovarsi ad affrontare una transizione più disordinata e tardiva, con rischi sia per il clima sia per la stabilità economica. La vera sfida sarà come Aramco affronterà questo adattamento: anticipandolo strategicamente, grazie alle sue risorse finanziarie e tecnologiche, oppure inseguendolo in ritardo, subendo le decisioni altrui. Il futuro del settore energetico globale sarà determinato da un complesso di attori e fattori, come politiche governative, innovazioni tecnologiche, comportamenti dei consumatori e dinamiche dei mercati finanziari, per cui nessuna singola compagnia, neppure colossale come Aramco, può da sola "guidare" il percorso, ma tutte possono o ostacolarlo o agevolarlo.

Aramco finora ha offerto un contributo ambiguo e per stare dalla parte della soluzione del problema dovrebbe compiere scelte ben più coraggiose e investimenti ben più ingenti in un futuro post-oil. La porta non è chiusa, essendo la transizione ancora nella sua fase iniziale, con i prossimi 5-10 anni che saranno cruciali. E qui Aramco si trova di fronte alla scelta cruciale di continuare a massimizzare il valore del petrolio finché possibile, rischiando un successivo declino, oppure avviare un concreto processo di diversificazione ed innovazione, continuando a rimanere un pilastro anche nel futuro sistema energetico. Tale scelta sarà determinante non solo per il destino di Aramco, ma anche per l'andamento della transizione dell'area mediorientale e di una rilevante parte del pianeta.

Il giudizio finale dipenderà dalle azioni concrete dei prossimi anni, più che dalle dichiarazioni. Quello che appare certo è che il futuro del settore energetico globale sarà molto diverso dal passato e anche Saudi Aramco dovrà necessariamente evolvere per conservare una parte rilevante in un mondo che punta alla neutralità carbonica.

L'auspicio è che scelga di essere parte della soluzione e non del problema, impiegando le sue straordinarie capacità per facilitare l'"ordine nuovo" dell'energia sostenibile, piuttosto che per difendere ad oltranza l'"ordine antico" dei combustibili fossili.

# CONCLUSIONI

Il desiderio conclusivo che ripongo in questo lavoro è che il lettore, giunto al termine dell'elaborato, attraverso l'acquisizione di giusti stimoli e curiosità, possa e voglia porsi domande critiche circa le dinamiche strategiche e finanziarie che hanno caratterizzato la quotazione in borsa di Saudi Aramco, la più grande compagnia petrolifera mondiale per produzione e riserve.

L'analisi ha evidenziato come tale IPO, seppur accompagnata da una lunga serie di controversie e criticità, ripensamenti e rimodulazioni, rappresenti un plastico e paradigmatico esempio delle enormi sfide e delle conseguenti grandi opportunità che caratterizzano il settore energetico contemporaneo, oggi più che mai, chiamato a contemperare necessarie esigenze di governance, trasparenza e sostenibilità.

Con riferimento specifico a Saudi Aramco, l'elaborato ritiene di aver dimostrato come la quotazione sia stata fortemente motivata da fattori strategici, economici e geopolitici, inquadrandola nell'ambito della Vision 2030 saudita, che punta a diversificare l'economia del Regno e a ridurre, sempre più, la dipendenza da quel petrolio, che sino ad oggi è stato l'elemento assoluto della sua ricchezza e prosperità. La ricerca ha, inoltre, illustrato la ricaduta degli effetti dell'IPO sul mercato globale del petrolio, sulla corporate governance e sulla transizione energetica, sottolineando i rischi connessi ad eventuali accuse di greenwashing ed alle complesse dinamiche geopolitiche che influenzano le strategie aziendali.

Appare, pertanto, imprescindibile che gli investitori, le istituzioni finanziarie e le autorità regolamentari adottino, in quadro normativo ed ambientale sempre più complesso, strategie attente e misure rigorose per monitorare e gestire le implicazioni economiche e finanziarie derivanti da operazioni di tale portata. L'analisi del caso Aramco ha sottolineato, infatti, quanta importanza viene riconosciuta dagli investitori sempre più attenti, ai criteri di assoluta trasparenza, accountability e governance efficace, con la conseguente necessità di offrire al mercato ogni possibile tutela, in modo da porlo al riparo da rischi di carattere finanziario e geopolitico.

In definitiva, il presente elaborato non intende esaurire, in tale limitata sede, la complessità del fenomeno trattato, ma si propone di offrire un'articolata base conoscitiva, non disgiunta da spunti di riflessione per futuri approfondimenti. Alla luce della ciclicità delle crisi finanziarie proprie di ogni mercato e delle trasformazioni prossime richieste al settore energetico, le problematiche sin qui esaminate, così come le strategie adottate, devono essere interpretate, secondo il parere di chi

scrive, non soltanto come minacce ineliminabili, ma, possibilmente, come straordinarie opportunità di crescita, innovazione e miglioramento continuo.

Questa visione ottimistica, tuttavia, deve sempre essere accompagnata dalla consapevolezza che nuove regole ed approcci sempre più complessi ed diversificati saranno necessari, laddove le attuali pratiche risultino, per limiti insiti o per divergenti volontà, insufficienti o inefficaci a garantire un futuro equilibrio sostenibile, che sappia contemplare, nella maniera migliore, interessi economici, sociali ed ambientali, specialmente in contesti altamente complessi e strategici come quello rappresentato da Saudi Aramco.

# BIBLIOGRAFIA

## A

ADNOC. (2023). *IPO ADNOC Gas: analisi e risultati*. Abu Dhabi National Oil Company.

AGSIW. (2024). *High Dividend Payments Continue to Drain Saudi Aramco's Liquid Assets*. AGSIW.org, March 28, 2024.

Al Arabiya English. (2019). *Saudi Aramco Approaches Sovereign Funds to Invest in Its Upcoming IPO: Report*. September 26, 2019.

Al Jazeera. (2019). *Saudi Aramco Shares Surge 10 Percent on Stock Market Debut*. Al Jazeera, December 11, 2019.

Al-Kinani, Mohammed. "Beyond the Barrel: How Aramco Is Reinventing Energy Production for a New Era." *Arab News*, 16 maggio 2025.

Al Tamimi & Company. (2020). *\*The Road to Saudi Vision 2030: A Glimpse into the Saudi Capital Markets\**. Dubai: Al Tamimi & Company.

Alhoussein, E. (2016). *Vision 2030 and the Saudi Economy*. Arab Gulf States Institute in Washington.

Anadolu Agency. (2024). *Saudi Aramco Signs Crude Supply Deal with Egyptian Petrochemicals Firm*. February 13, 2024.

APA News. (2024). *Saudi Arabia Expands Energy Cooperation with Africa*. January 10, 2024.

Arabian Gulf Business Insight. (2023). *ADNOC Gas Completes Record-Breaking \$2.5bn ADX IPO*. March 2023.

Arab Gulf States Institute in Washington. (2024). *Gulf Sovereign Wealth Fund Investment in the Energy Transition*. April 18, 2024.

Arab News. (2023). *Saudi Aramco Charts Course for Future Expansion with Strategic Energy Focus*. December 5, 2023.

Aramco. (2019). *\*Saudi Aramco IPO Prospectus\**.

Aramco. (2020). *First Blue Ammonia Shipment*. September 2020.

Aramco. (2021). *Smarter Oil and Gas Production*. Aramco LIFE, December 2021

Aramco. (2023). *\*Climate Change and the Energy Transition: Sustainability Report 2023\**.

Aramco. (2023). *Corporate Governance*.

Aramco. (2024). *\*Governance Report 2024\**.

Aramco. (2024). *Sustainability Report 2024*. Dhahran: Saudi Aramco.

Aramco. (2025). *Aramco Completes Acquisition of 50 Percent Stake in Blue Hydrogen, Industrial Gases Company*. February 2025.

Argus Media. (2022). *Aramco Sets 2035 Carbon Intensity Reduction Target*. November 14, 2022.

## **B**

Bayer, Patrick. (2023). *The ESG Fossil Fuel Paradox: Why Environmentally Responsible Funds Still Invest in Oil and Gas*.

Bloomberg. (2019). *Saudi Aramco IPO Overview and Challenges*.

Bloomberg. (2019). *Aramco IPO Relies on Domestic Investors After Tepid Global Demand*.

Bloomberg. (2019). *Saudi Aramco Faces Transparency and Valuation Challenges*.

Bloomberg News. "Saudi Aramco Says ESG Investing Threatens Energy Security." *Bloomberg.com*, 12 febbraio 2023.

BP. (2024). *Sustainability Report 2024*. London: BP p.l.c.

Brookings Institution. (2020). *Saudi Arabia's Vision 2030 and the Future of Aramco*.

Brookings Institution. (2019). *\*The Saudi Aramco IPO Is a Game Changer for the Saudi Economy\**.

Business Insider Africa. (2024). *Gulf States Commit \$6 Billion in Energy Deals within Weeks to Expand Footprint*. February 28, 2024.

## **C**

Capital Market Authority (CMA). (2017). *\*Corporate Governance Regulation\**. Riyadh: CMA.  
Carbon Tracker. (2024). *Oil Giant Aramco Still Doing Minimum to Tackle Emissions*. March 2024.

Center on Global Energy Policy. (2023). *The Impact of ESG on National Oil Companies*. New York: Columbia University SIPA, October 2023.

Chevron. (2024). *Corporate Sustainability Report*. Chevron.com.

Chicago Booth Review. (2019). *Is Saudi Aramco's Valuation Realistic?*

Chief Investment Officer. (2023). *Saudi Arabia's Sovereign Wealth Fund Bolsters Renewable Investments*. June 9, 2023.

Chief Investment Officer. (2023). *Saudi Sovereign Wealth Fund Beefs Up With Chunk of Aramco Stock*. August 15, 2023.

ClientEarth. "The Greenwashing Files: Aramco." *ClientEarth.org*, 25 marzo 2021.

ClientEarth. (2023). *The Greenwashing Files: Aramco*.

ClientEarth. (2023). \*UN Takes Action Against Saudi Oil Firm and Its Banks over Climate and Human Rights\*.

Climate Action 100+. "Saudi Arabian Oil Company (Aramco)." *Climate Action 100+*, 18 novembre 2020.

Climate Action Tracker. (2024). *Saudi Arabia: Net Zero Targets*.

CompaniesMarketCap. (2025). *Saudi Aramco Market Capitalization*.

CNBC. (2021). \*Major Chinese Investors Reportedly in Talks to Buy Saudi Aramco Stake\*.

## E

Energy Monitor. (2024). \*Weekly Data: Oil Majors BP and Shell's Spending on Renewables Flatlines in 2023\*.

ETF.com. (2023). *ESG ETFs Fund Saudi Aramco via Private Equity*. March 28, 2023.

European Commission. (2024). *EU Taxonomy for Sustainable Activities*.

ExxonMobil. (2024). *Growing Low Carbon Solutions*. ExxonMobil.com.

ExxonMobil. (2024). *Metrics and Data*. ExxonMobil.com.

## F

Fan, Y. (2006). *Branding the Nation: What is Being Branded?* Journal of Vacation Marketing.

Financial Times. (2020). *Middle East IPO Boom After Aramco*.

Firstonline.info. (2019). *Saudi Aramco IPO: raccolta record e confronto storico*.

## G

Gnana, Jennifer. "Saudi Aramco's Q1 Capex Rises 23.8% Despite Cancellation in Production Capacity Expansion." *S&P Global Commodity Insights*, 7 maggio 2024.

Groster, Joey. "Financial Times, Reuters Pull Saudi Aramco-sponsored Climate Content." *DeSmog*, 23 aprile 2024.

Gross, D. (2017). *The Transparency Challenge in Saudi Aramco's IPO*. Foreign Policy.

Gulf Business. (2023). *ADNOC L&S Raises \$769M in IPO*, May 2023.

## H

Hache, E., & Pellerin, S. (2021). State-owned oil companies and the energy transition: Risk or opportunity? *\*Energy Policy\**.

Heinrich-Böll-Stiftung. (2024). *An Energy Leadership Quest Takes Saudi Arabia from Big Oil to Big Hydrogen*. Heinrich-Böll-Stiftung – EU Office, September 26, 2024.

Heinrich-Böll-Stiftung. (2024). *Big Oil to Big Hydrogen*.

## I

IEA. (2023). *\*The Oil and Gas Industry in Net Zero Transitions: Executive Summary\**.

IEA. (2023). *\*World Energy Investment 2023\**. Paris: International Energy Agency.

Igini, Martina. "These Companies Are Backtracking on Climate in Bow to Conservatives." 18 marzo 2025.

IMF. (2021). *\*Saudi Arabia: Vision 2030 and Economic Diversification\**. International Monetary Fund.

Impakter Index. (2023). *Saudi Aramco Sustainability Report*. Impakter.com, October 2023.

Impakter. (2024). *Unveiling Saudi Aramco: Shocking Capitalization on Sustainable Investments*. March 2024.

International Energy Agency (IEA). (2023). *Africa*.

International Energy Agency (IEA). (2023). *Asia Pacific*.

Investing.com. (2024). *Saudi Aramco (2222) Ownership*.

Irwin-Hunt, Alex. "Energy Majors Fall Short on Renewables Investment." *fDi Intelligence*, 22 marzo 2023.

ISS ESG. (2019). *\*Saudi Aramco ESG Profile and Governance Assessment\**. ISS Analytics.

## K

Kennedy, Robert. "Green or Greenwashing? Saudi Arabia's Climate Change Pledges." *Al Jazeera*, 26 ottobre 2021.

KnowESG. (2024). *Saudi Aramco ESG Ratings*. KnowESG.com.

## M

Majalla. (2023). *BlackRock: Asset Management Giant Making Waves Globally*. En.Majalla.com, October 6, 2023.

Marmore MENA Intelligence. (2024). *Oil Price Move Yet to Lift Saudi Aramco's Share Price*, March 2024.

MEED. "Aramco Profit in 2024 Falls by 12% to \$106.3bn." *MEED*, 4 marzo 2025.

Moody's. (2020). \*Credit Opinion: Saudi Aramco\*.

MSCI. (2019). *Saudi Arabia Inclusion in Emerging Markets Index*.

## N

Natural Resource Governance Institute (NRGI). (2019). \*To Float or Not to Float: The Aramco IPO as a Bellwether for SOE Governance\*.

## O

OECD. (2024). \*Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises – 2024\*. Paris: OECD Publishing.

## P

Pipeline Fighters. (2024). *Extracted: Daily News Clips – 12/4/24*. December 4, 2024.

Prospetto informativo IPO Saudi Aramco. (2019). Saudi Arabian Oil Company.

Public Investment Fund. (2024). *Pioneering Investments Send Ripples of Real Impact through Saudi Arabia and the World*. April 2024.

## R

Reclaim Finance. (2023). *Climate Strategy Assessment*.

Reclaim Finance. (2024). *Assessment of Oil and Gas Companies' Climate Strategy*.

Reuters. (2018). *Saudi Aramco IPO Postponement: Evaluation Challenges*.

Reuters. (2019). *Exclusive: Saudi Aramco Lures Sovereign Funds to Hit \$2 Trillion IPO Valuation*. September 17, 2019.

Reuters. (2019). *Fondi Sovrani del Golfo pronti a investire in Aramco*.

Reuters. (2019). *Strategia domestica per il successo IPO Aramco*.

Reuters. (2020). *Aramco Shares Fall 9%, below IPO Price for First Time as OPEC Pact Unravels*. March 8, 2020.

Reuters. (2023). *Saudi Aramco Reports Record Profit of \$161.1 Billion in 2022*. March 12, 2023.

Reuters. (2023). *Saudi Aramco to Open New China Refinery, Petchem Complex in 2026*, March 26, 2023.

Reuters. (2023). *Shell to Boost Dividend, Cut Spending under New CEO Plan*. June 14, 2023.

Reuters. (2023). *Aramco Ventures Leads \$10 Mln Investment in Asia Renewable Service Provider Redex*. October 30, 2023.

Reuters. (2023). *Norwegian Fund KLP Excludes Aramco, Gulf Real Estate, Telcos*. December 28, 2023.

Reuters. (2024). *Aramco to Buy 10% Stake in Renault-Geely Thermal Engines JV*. June 28, 2024.

Reuters. (2024). *Exxon Mobil Forecasts Higher Capital Spending in 2024*. December 11, 2024.

Reuters. (2025). *BP Ramps Up Oil, Gas Spending by \$10 Billion as CEO Rebuilds Confidence*, February 26, 2025.

Reuters. (2025). *Saudi Aramco Buys Fuel Distributor Primax: Peruvian Media Reports*, March 21, 2025.

Reuters. (2025). *Saudi Aramco Looks to Invest in Indian Refineries, Sources Say*. March 27, 2025.

Reuters. (2025). *Big Oil in 'Business-as-Usual' Mode Despite Nearing Storm*, May 2, 2025.

Rinnovabili.it. (2023). *Transizione Energetica: Saudi Aramco Versa 80 Miliardi nelle Casse del Fondo Sovrano Saudita*. March 2023.

Rigzone. (2024). *Aramco Completes Acquisition of Chile Fuels Retailer*. March 5, 2024.

Rocky Mountain Institute (RMI). (2024). *Powering Up the Global South*. Boulder, CO: Rocky Mountain Institute.

## S

Saudi Aramco. (2020). *Aramco Announces Second Quarter and Half-Year 2020 Results*, August 9, 2020.

Saudi Aramco. (2022). *FY 2021 Results – Press Release*. Dhahran: Saudi Aramco.

Saudi Aramco. (2023). *FY 2022 Results – Press Release*. Dhahran: Saudi Aramco.

Saudi Aramco. (2024). *Aramco Announces Full-Year 2023 Results*. March 10, 2024.

Saudi Aramco. (2025). *Aramco Announces Full-Year 2024 Results*. March 10, 2025.

Saudi Aramco. (2025). *Full-Year 2024 Results*.

Saudi Vision 2030. (2016). *Strategic Vision for the Kingdom of Saudi Arabia*.

Shell. (2024). *Annual Report 2024*. London: Shell plc.

Siddiqi, Areeba, Ammar Yaser, and Faiza Alam. (2023). *How Do Clean Energy Investments Relate to Corporate Communication and Greenwashing? A Panel Data Study of Oil and Gas Firms*.

Siddiqi, Yaser, and Alam. *Clean Energy Investments and Greenwashing*, 2023.

Sustainalytics. (2024). *ESG Risk Rating: Saudi Arabian Oil Co.*

Sustainalytics. (2024). *ESG Risk Rating: TotalEnergies SE*.

Statista. “Global Oil and Gas Companies’ Low-Carbon and Total Capex 2022.”

Statista/EIA. (2022). *Annual Petroleum Reserves Statistics*.

## T

Tadawul & Capital Market Authority (CMA). (2018). *Rules on the Offer of Securities and Continuing Obligations*.

Taipei Times. (2023). *Saudi Aramco Is 90 Percent Government-Owned, PIF Says*. December 29, 2023.

The Guardian. (2020). *Saudi Aramco Removes ‘Sustainable Oil’ Adverts after Complaints*. The Guardian, April 29, 2020.

The Guardian. (2024). *EU-Regulated Sustainable Funds Invest \$14bn in Biggest Polluters*, June 25, 2024.

The Southern African Times. (2024). *Saudi Arabia Expands Energy Ties with Africa, Strengthening Strategic Partnerships and Investment Commitments*. February 14, 2024.

TotalEnergies. (2024). *SDG Reporting 2023–2024*. Paris: TotalEnergies SE.

TotalEnergies. (2024). *Solar Energy and Wind Energy*.

## V

Voronoi Markets. (2023). *Visualizing Saudi Aramco's Eye-Watering Valuation*.

Voronoi Markets. (2024). *Sovereign Wealth Funds Have Scaled Up Their Green Investments*. March 2024.

## W

World Bank. (2020). *\*Doing Business 2020: Economy Profile – Saudi Arabia\**.

World Bank. (2023). *Urban Development Overview*. World Bank.

World Economic Forum. (2025). *Unlocking Clean Energy Investment in Emerging Markets*. World Economic Forum, April 2025.

World Oil. (2025). *African Oil Giants Advance IPO Plans to Attract Investment*. April 3, 2025.

## Z

Zawya.com. (2019). *Saudi Aramco IPO to Draw Regional Sovereign Funds*.

Zawya. (2024). *\*Saudi Aramco IPO: The Story Behind the Most Valuable Listed Company in History\**.