

Resta sempre aperto il nodo della governance

di **Bernardo Bortolotti**

Gli ultimi due anni sono stati anni terribili per tutti, per i fondi sovrani in modo particolare. Se si considerano le 189 principali acquisizioni realizzate globalmente dai fondi sovrani nelle società quotate, le minusvalenze sono pari a 66 miliardi di euro e si concentrano nel settore finanziario. Il controvalore attuale delle partecipazioni dei fondi nelle grandi banche di Wall Street è pari a 18 miliardi di dollari, con un perdita teorica che supera il 20% rispetto ai benchmark.

Cosa spiega questo risultato così negativo? A causa di questa scarsa performance, è immaginabile un ritiro dei fondi sovrani dalla ribalta della finanza internazionale dopo che per anni hanno calcato la scena da protagonisti?

Sul primo interrogativo, non c'è dubbio che gli interessi economici, cioè la redditività di lungo termine, siano stati posti in secondo piano rispetto a obiettivi di natura politica. In fondo, la politica americana ha chiesto aiuto ai paesi emergenti nel momento più difficile, e questi - soprattutto la Cina e i paesi del Golfo - hanno risposto. Non possiamo escludere che in futuro questi chiederanno una contropartita, magari su altri tavoli, dalle valute al clima. Ma esistono anche fattori strutturali. Indubbiamente gli stati sovrani - soprattutto nei paesi esportatori - hanno gettito extra da investire quando la congiuntura è buona e meno surplus nelle recessioni. Finiscono per investire quando i mercati salgono e ad acquistare di meno (o a disinvestire) quando i mercati scendono per evitare dolorosi tagli. Per un fondo sovrano, "buying high and selling low" non significa necessariamente sbagliare i propri investimenti, ma perseguire anche finalità di stabilizzazione macroeconomica.

Sul secondo interrogativo, i dati mostrano che in effetti i fondi sovrani stanno battendo in ritirata. Questo non sorprende, data la grande incertezza e le ingenti perdite subite di recente. Ma il dato più interessante è l'inversione di tendenza rispetto al trimestre scorso in termini di flussi internazionali. Se il 2008 è stato caratterizzato da un incremento progressivo dell'investimento

nell'economia nazionale soprattutto per sostenere settori in crisi, il 2009 si apre con un significativo aumento dell'attività verso i paesi Ocse. I fondi sovrani potrebbero quindi presto battere nuovamente alle porte delle grandi società americane ed europee. Ma con quali intenzioni e strategie?

Sicuramente avranno tratto esperienza dalle recenti batoste e in futuro opereranno in maniera più cauta. Ma il grande dilemma dei fondi sovrani rimane lo stesso: il loro ruolo nella governance delle società in cui investono. Da un lato, per farsi accettare dai paesi target, devono rassicurare la classe politica che opereranno con finalità "commerciali". Dall'altro, in qualità di grandi investitori istituzionali, non

PROBLEMI SUL TAPPETO

Il concerto tra diversi attori può risolvere il dilemma del ruolo nelle imprese: basso profilo per farsi accettare e più poteri di controllo

possono spogliarsi completamente della responsabilità di controllo del management, infrangendo i doveri fiduciari nei confronti dei propri stakeholders, in primis il contribuente del paese di origine.

Come quadrare il cerchio? Proponiamo tre possibili soluzioni: delegare la funzione di monitoraggio e di governance a hedge funds attivi, che sappiano reagire rapidamente e efficacemente ai primi segnali della crisi; agire di concerto con altri fondi sovrani attraverso patti di sindacato o altre formule che contengano il *free riding* nell'attività di controllo (il fatto che siano di paesi diversi dovrebbe attenuare la percezione del rischio di interferenza politica); promuovere assieme ad altri investitori istituzionali una forte opera di sensibilizzazione nei confronti della creazione del valore e della sostenibilità di lungo termine, nella consapevolezza che soltanto conciliando interessi diversi le imprese sopravvivono e crescono.

Bernardo Bortolotti è direttore della Fondazione Eni Enrico Mattei

© RIPRODUZIONE RISERVATA

