

## Se passa lo straniero

La quota dei fondi esteri nelle società quotate italiane risulta in sensibile aumento. L'afflusso di capitali è senza dubbio positivo. Ma l'ingresso massiccio degli investitori istituzionali d'oltre confine apre nuovi problemi di governance

**Giuseppe Guglielmo Santorsola**

*Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

[santorsola@uniparthenope.it](mailto:santorsola@uniparthenope.it)

L'afflusso di capitali esteri nel sistema economico italiano è un dato consistente dei movimenti finanziari degli ultimi anni. Le direttrici principali sono due: l'acquisizione del controllo "industriale" (investimento reale), tramite quote di maggioranza relativa, ma quantomeno sufficiente al controllo, con logiche sia di integrazione che di diversificazione produttiva oppure l'operazione di investimento finanziario che a sua volta può risultare di medio-lungo periodo (*private equity* o fondi sovrani) oppure di breve termine (mediante investimenti in mercati regolamentati da parte di fondi comuni, fondi pensione o investitori privati).

A queste azioni dobbiamo affiancare in contrapposizione le operazioni di investimento di fondi italiani in azioni estere e di imprese italiane in imprese straniere. Il saldo netto strutturalmente negativo appare in progressivo peggioramento negli ultimi anni. Ne consegue la domanda logica sulla convenienza dell'intervento sui mercati e nelle imprese di soggetti stranieri, al di là della valutazione circa il significato del crescente peso delle scelte gestionali esogene in settori industriali e di servizi comunque fondamentali per l'equilibrio dell'economia italiana.

Limitandoci nell'approfondimento al settore finanziario, un *benchmark* di riferimento (indicato come mero esempio perché oggi più palese) è sicuramente l'operato di BlackRock, frequentemente primo azionista (salvo manovre di portafoglio) di Unicredit, Banca Intesa, MPS, UBI e Banco Popolare, secondo di BPM, oltre alle numerose partecipazioni industriali quali Telecom Italia (7%), Generali (3%), Fiat Industrial (4%), Mediaset (2%), Atlantia, Azimut e Prysmian (circa il 5%).

Propongo una prima analisi volutamente provocatoria: ci può essere un rischio di *interlocking* quando un soggetto è socio intorno al 5% di molti *competitors* in un settore? Il tema riguarda, nel contesto legislativo italiano in vigore, i soggetti consiglieri o sindaci, ma dobbiamo valutare – sotto un profilo concettuale - anche il rischio della presenza dell'azionista con il suo potere di voto. Ciò ad evidenza soprattutto laddove le banche siano finanziatrici delle imprese (o letto in modo inverso queste siano debentrici delle prime).



**Financial Community Hub**

[www.fchub.it](http://www.fchub.it)

[info@fchub.it](mailto:info@fchub.it)

In realtà, BlackRock, con un portafoglio di partecipazioni gestito da 10.000 dipendenti in 30 Paesi, non ha certamente privilegiato l'Italia. Il portafoglio è guidato da un modello, supportato dalla piattaforma elettronica Aladin che analizza continuamente i rischi connessi a tutti gli investimenti. La considerazione più logica è che il fondo abbia deciso di aumentare l'esposizione in una fase critica che potrebbe generare (con rischio giudicato ad evidenza gestibile) cambiamenti per l'Italia, pronta a disinvestire qualora necessario.

Senza voler indicare una possibile strategia futura, si può anche ricordare che BlackRock è intervenuto negli ultimi anni anche nelle operazioni di *turnaround* di Fannie Mae e Freddie Mac oltre che nel "salvataggio" di AIG e ad aver acquisito o partecipato a *split* di Merrill Lynch, Barclays e Bear Stearns.

Con una forzatura logica possiamo definire il suo comportamento e quello di altri *player* simili (al momento meno presenti in Italia) come quello di un investitore "sciupa femmine" (o per equilibrio di *gender* maschi) e non di un "innamorato" dei propri investimenti.

Diverso appare il comportamento dei fondi sovrani, la cui logica è di *merchant banking* con finalità di crescita nel tempo del valore delle partecipazioni, orizzonti di medio periodo e finalità di controllo o governo dei destinatari delle scelte di investimento.

Sarà certamente interessante verificare il confronto fra le logiche di *governance*, laddove i fondi di investimento si confronteranno con quelli *sovereign* in condizioni di allineamento delle quote (Unicredit ne è un esempio). Un possibile fattore di opacità è costituito dalla verifica in trasparenza delle operazioni possibili sotto la soglia del 2% (priva di obblighi di comunicazione all'Authority). Ulteriore preoccupazione è suscitata dalla possibilità dal 2012 per i fondi di non comunicare posizioni inferiori al 5%. I fondi italiani hanno tradizione di comportamenti congiunti (coordinati da Assogestioni), logica non condivisa, anche per diversità palesi, da fondi esteri non legati da alcuna scelta nazionale o comunitaria.

In questo scenario dobbiamo valutare il ruolo decrescente della componente italiana costituita non solo da fondi di investimento di matrice nazionale quanto dalle fondazioni, difficilmente indotte alla diversificazione, condizionate da scelte politiche, sociali e localistiche, ma soprattutto non in grado di dotarsi delle risorse aggiuntive necessarie per mantenere posizioni percentuali di fronte ai fabbisogni di capitale (regolamentari per le banche e strategiche nel caso delle imprese). La previsione normativa dell'autorizzazione della Banca d'Italia gioca in realtà un ruolo, non condizionante nei casi di coinvolgimento di soggetti esteri di fronte alla necessità di coprire gli aumenti di capitali reclamati dai *Regulators* sovranazionali.

Gli organi amministrativi debbono risultare pronti a gestire le scelte volitive di assemblee ormai diversamente composte. Deve essere chiaro a tutti che gli scopi di impresa in termini di economicità, solidità e redditività vanno modificandosi e che il contesto italiano appare idoneo per intermediari tradizionali e meno (almeno per un medio-lungo momento) per attività di banche di investimento. Non siamo in grado cioè di proporre banche diversamente orientata da un'azione tradizionale necessaria nel tessuto italiano, diversa da molti *competitors* globali e fondamentale per il futuro della nostra economia in un ciclo augurabilmente più favorevole.



Ad evidenza, risulta premiata, perché utile, una strategia di raccolta e impiego redditizia nel modello economico nazionale e ben letta da un investitore razionale che sostituisca la “banca di sistema” nazionale, al momento non efficace negli ultimi anni.



**Financial Community Hub**

[www.fchub.it](http://www.fchub.it)

[info@fchub.it](mailto:info@fchub.it)