## 2000 Q Q

DI BERNARDO
BORTOLOTTI,
ALESSANDRO
CARPINELLA,
GIAN MARIA
GROS-PIETRO,
RONY HAMAUI,
FRANCO
LOCATELLI
E EDOARDO
REVIGLIO

## SULL'ECONOMIA GRIGIA Dalle privatizzazioni al nuovo capitalismo di Stato

La Fondazione ENI Enrico Mattei ha organizzato a Milano il 26 giugno scorso, a margine della conferenza scientifica «The end of privatization?» una tavola rotonda di cui pubblichiamo la trascrizione degli interventi conservando lo stile discorsivo.

Franco Locatelli, editorialista di «Il Sole 24 Ore» L'incontro di oggi ci consentirà di confrontare opinioni e orientamenti su temi, problemi e aspetti che attengono al rapporto tra Stato e mercato, in uno scenario che sta velocemente cambiando e che già ora appare molto diverso da quello a cui eravamo abituati fino a poco fa.

Pur limitando lo sguardo al nostro Paese e al nostro continente, ci si chiede se l'ondata di privatizzazioni si stia esaurendo o se si tratti solo di un rallentamento congiunturale. O, ancora, se le ragioni che hanno determinato la battuta d'arresto delle privatizzazioni non si limitino alla crisi delle Borse e dei mercati che stiamo attraversando. Personalmente ritengo che la crisi dei mercati sia solo una delle cause del rallentamento delle privatizzazioni. Occorre fare i conti anche con la percezione non sempre positiva che i cittadini hanno dei benefici delle privatizzazioni. Mi rendo conto che questo è il classico campo in cui l'albero che cade conta più della foresta che cresce e tuttavia è inutile negare che la percezione generale – non solo in Italia – che si ha delle privatizzazioni non è sempre incoraggiante.

I punti che occorre analizzare mi sembrano i seguenti:

1) Esiste o non esiste un collegamento tra il rallentamento o la fine delle privatizzazioni e il protagonismo del capitalismo di Stato nelle sue nuove forme?

- 2) Quali sono origini, natura e qualità di questo nuovo capitalismo di Stato? Un conto è sostenere che si tratta della manifestazione di una sua nuova espansione, per esempio nel settore bancario (si è tornati a parlare di Banca del Sud); altra storia, invece, sono gli articoli della manovra finanziaria che ipotizzano un sostegno pubblico alla realizzazione della nuova rete di telecomunicazione.
- 3) Il protagonismo dei fondi sovrani, soprattutto dei paesi emergenti. Mi colpisce il fatto che in America, forse per ragioni opportunistiche, da un lato, c'è una grande apertura, anzi una vera e propria caccia ai fondi sovrani per salvare le grandi banche internazionali e dall'altro, esiste da molti anni una agenzia che fa uno screening preventivo degli investimenti esteri. L'Europa invece, ma questo non mi sorprende, si muove come al solito in ordine sparso. Esiste una proposta della Commissione Europea che prevede un codice di condotta volontario da condividere, se possibile, con i fondi sovrani per migliorare la trasparenza della governance. Eppure basta leggere i giornali per vedere che molti Stati pensano a una via nazionale per affrontare il problema dei fondi sovrani. La Germania sta discutendo una legge che blocca la possibilità dei fondi di non salire oltre il 25% nel capitale di un'azienda tedesca. La Francia, come al solito, oscilla tra diverse tentazioni. Sarkozy ha anche immaginato di costituire un fondo sovrano francese con compiti difensivi rispetto all'eventuale aggressione dei fondi sovrani stranieri. Dopo la presentazione del rapporto della Commissione Attali, alla cui stesura hanno partecipato anche Mario Monti e Franco Bassanini, non si è più espresso in questi termini.

Comincerei con Bernardo Bortolotti per chiedergli se intravede un collegamento tra il rallentamento delle privatizzazioni e la nuova voglia di Stato che sta emergendo, seppure in forme diverse, in tutto l'Occidente. Come dobbiamo valutare i nuovi capitalismi di Stato? E quali indicazioni possiamo trarre da questa valutazione

per affrontare il fenomeno dei fondi sovrani?

I temi che le domande di Franco Locatelli sollevano sono molto complessi. E non è facile, anche per chi ha studiato per lungo tempo questi fenomeni, dare delle risposte esaustive. Quello che noi effettivamente osserviamo – l'abbiamo monitorato di recente – è un forte rallentamento del processo di privatizzazione che è avvenuto negli ultimi anni su scala europea. Osservato nel più lungo termine, possiamo dire con certezza che il secondo ciclo, il «mini-ciclo» (perché nelle privatizzazioni abbiamo il grande primo ciclo degli anni '90 e il mini-ciclo d'inizio secolo) si è concluso, con alcune evidenze interessanti.

La Cina da sola sta privatizzando più di tutta l'Europa messa assieme. L'avevamo intravisto lo scorso anno, ne troviamo conferma quest'anno, in particolare nel settore bancario. Un altro fatto nuovo è che nelle dismissioni sono spariti i mercati: nelle operazioni di privatizzazione nessun venditore pubblico sceglie la strada dei grandi collocamenti degli anni '90, ma quella dei collocamenti diretti. Insomma tutta l'attività è al di fuori dell'Europa, con dinamiche e modalità diverse e molto interessanti.

Cerco ora di rispondere alla domanda di Locatelli, che mi chiede se c'è un rapporto tra il rallentamento del processo di privatizzazione e il riemergere del capitalismo di Stato nelle sue nuove forme. Secondo me c'è ed è molto stretto. Fra l'altro ci sono alcuni interessanti antecedenti storici di interazione fra i due fenomeni: la golden share inglese scattò proprio dopo il tentativo della Kuwait Investment Authority (il fondo sovrano del Kuwait) di scalare la British Petroleum che era stata appena privatizzata.

Qual è il determinante comune? Secondo me, è la crisi dei mercati, fattore che non sappiamo ancora se sia congiunturale o strutturale. Nel 2007 i mercati hanno un primo sussulto e a cavallo tra febbraio e marzo 2008 vivono un'ulteriore crisi, con effetti devastanti nel mercato retail e per i collocamenti in generale. Non a caso si vedono poche IPO e ancor meno offerte secondarie, perché si è persa la predisposizione al rischio e la capacità di realizzare operazioni di M&A di grandi

dimensioni.

Bernardo Bortolotti, Direttore della Fondazione ENI Enrico Mattei, Università di Torino Calano i mercati, diminuiscono le privatizzazioni. I mercati affrontano una crisi sistemica che porta a fare emergere minusvalenze e nuovi fattori di rischio in tutte le economie sviluppate e la reazione è quella di un ritorno a forme d'intervento pubblico impensabili solo alcuni anni fa. Il fatto che la Federal Reserve sia intervenuta per salvare alcune delle principali banche di Wall Street è un fenomeno inatteso, così come il soccorso della Banca d'Inghilterra a favore di Northern Rock.

Le forme nuove del capitalismo di Stato sono ugualmente sorprendenti. Qui riscontriamo due dinamiche. Da un lato, abbiamo un ritorno all'intervento pubblico sotto forma di bail-out di imprese che vivono momenti di difficoltà, in America, in Inghilterra, ma anche in Francia. Dall'altro, laddove i costi di un salvataggio domestico di queste imprese in crisi risultano di fatto esorbitanti, intervengono i fondi sovrani. E lo fanno con acquisizioni amichevoli, operazioni di sofisticata diplomazia economica che sono portate a termine con un'attività hobbistica transfrontaliera e che di fatto rappresentano la manna dal cielo per molte delle economie sviluppate, a partire dagli Stati Uniti fino alla Svizzera, come nel caso di UBS.

C'è poi un altro argomento che lega queste forme di capitalismo e le privatizzazioni. Non c'è dubbio che molte aziende ex pubbliche si siano irrobustite a seguito del processo di privatizzazione. Queste stanno diventando dei campioni nazionali e sembrano le uniche in grado di realizzare operazioni significative di acquisizione di cross-border. Il problema è che si tratta di operazioni difficili da classificare in uno schema duale privatizzazioni/nazionalizzazioni, perché coinvolgono società a controllo pubblico. come nel caso della fusione Suez/Gaz de France o dell'acquisizione di France Telecom su TeliaSonera. Non vedo a breve una privatizzazione completa di queste società, ma piuttosto un crescente attivismo dei governi attraverso questi nuovi colossi pubblici. Per questo possiamo dire che il capitalismo di Stato e paradossalmente figlio delle privatizzazioni, ma non sappiamo ancora quali saranno le conseguenze di tale nuovo assetto.

Franco Locatelli

La pretesa di avere un paradigma che ci aiuti a spiegare questa fase dell'evoluzione economica e finanziaria e anche i rapporti tra pubblico e privato, tra Stato e mercato, è forse troppo ambiziosa. Questa è una fase in cui sarebbe già importante capire, studiare, riflettere. Le risposte verranno in seguito e probabilmente non saranno univoche.

Il secondo intervento è quello di Rony Hamaui di Intesa Sanpaolo. Ha scritto sul sito La voce info un intervento, Il paradosso dei fondi sovrani, che è molto interessante, non solo per il retroterra culturale che evidenzia, ma soprattutto perché, come dice il titolo, va diritto al cuore del problema. Da un lato, evidenziando gli aspetti contraddittori, almeno dal punto di vista della teoria economica che l'emergere dei fondi sovrani presenta; dall'altro, sostenendo che dal punto di vista delle economie dei Paesi occidentali non c'è solo un problema di trasparenza e di buona governance, ma anche qualcosa di più: la necessità di capire quali sono gli obiettivi dei fondi in relazione ai loro interventi nei nostri Paesi, cercando tuttavia di evitare, da parte occidentale, suggestioni e derive neoprotezioniste. Vorrei chiedere ad Hamaui di ritornare sul tema dei fondi sovrani e di offrire qualche riflessione aggiornata sul rapporto tra Stato e mercato, partendo da un osservatorio privilegiato come Banca Intesa Sanpaolo.

Come ho scritto in un recente articolo sull'Osservatorio Monetario dell'Università Cattolica e su «Il Sole 24 Ore», uno dei paradossi prodotti dalla globalizzazione è quello di aver modificato il rapporto di forza tra settore privato e pubblico a tutto vantaggio del secondo. Infatti, a prescindere dalle recenti nazionalizzazioni compiute nel settore finanziario volte a salvare banche, assicurazioni e banche d'investimento sull'orlo del fallimento, la forte crescita dei grandi paesi emergenti, in cui l'ingerenza pubblica nell'economia è ancora molto forte, sta spostando l'assetto proprietario delle imprese dal settore privato a quello pubblico. Sta, inoltre, crescendo in modo evidente ciò che mi piace chiamare «economia grigia», dove le imprese non sono né totalmente pubbliche né totalmente private. Tali imprese hanno il più delle volte strutture di governance opache e obiettivi

Rony Hamaui, Amministratore delegato, Intesa Medio-Factoring l'ente controllante. In molti casi, inoltre, esse creano distorsioni nel mercato; talvolta è perfino difficile capire a quale assetto giuridico sottostanno: diritto privato o diritto amministrativo, amministrazione controllata o commissariamento, legge fallimentare o liquidazione coatta. Esse, infine, devono rispondere a infinite leggi speciali in cui non è affatto semplice orientarsi. Tutto ciò rende difficile effettuare una valutazione del loro merito creditizio e assegnare un rating a queste entità. La presenza nell'azionariato di Fondazioni più o meno pubbliche, Stati, Province e Regioni, enti pubblici dove si è tentata una qualche forma di privatizzazione incompleta, municipalizzate che si quotano in Borsa ecc. rendono il nostro compito molto complicato.

Faccio qualche esempio:

1) Le ASL e le aziende ospedaliere sono enti pubblici dotati di personalità giuridica con una certa autonomia gestionale, patrimoniale e contabile. Formalmente sono delle imprese, in realtà esse hanno un grado di autonomia bassissimo. Farsi dare un loro bilancio tuttavia non è facile. Sono gestite da un direttore generale che è nominato dalla Regione che a sua volta designa un direttore amministrativo e uno sanitario. La Regione e il ministero eleggono una serie infinita di consigli. ASL e aziende ospedaliere devono garantire livelli minimi di assistenza sanitaria e sono sottoposte a innumerevoli vincoli sul fronte delle spese mentre le loro entrate dipendono per il 95% da fondi regionali. Nella sostanza, quando una banca eroga loro del credito non si riesce a capire a chi lo stia erogando: alla Regione, allo Stato o a un'azienda che potrebbe fallire? Il risultato è che il costo del finanziamento finisce probabilmente per essere più alto del dovuto.

2) La Volkswagen è un altro esempio di economia grigia perché lo Stato della Bassa Sassonia possiede circa il 25% del capitale dell'azienda. Questo gli permette di esercitare un forte diritto di veto sulle decisioni. Tra l'Unione Europea e il governo tedesco è in corso un

interminabile braccio di ferro.

3) ThyssenKrupp è un'azienda all'apparenza totalmente privata. Tuttavia il suo principale azionista è una Fondazione con molteplici obiettivi sociali. 4) C'è poi il settore bancario tedesco che è pubblico per il 50% e dove, di nuovo, fatichiamo a orientarci.

5) Infine, c'è un caso molto significativo: Alitalia. La difficoltà di venderla a un operatore come Air France o Aeroflot, al di là di tutte le discussioni politiche, è dipeso – credo – anche da una questione che deve farci riflettere. Air France è controllata per il 18% dallo Stato francese che sulla compagnia aerea esercita un'importante influenza. Questo fatto crea una situazione d'imbarazzo, perché la vendita di Alitalia all'operatore francese potrebbe essere considerata dallo Stato italiano come un'ammissione della sua incapacità nel gestire un pezzo importante della sua economia. E questo non è una cosa facile da accettare.

I fondi sovrani, infine, sono la punta di un iceberg molto più complesso. Essi, ci piacciano o no, al di là del grado di trasparenza con cui vengono gestiti, restano sovrani, cioè posseduti da uno Stato sovrano e gli azionisti, in un'economia di mercato fino a prova contraria, contano molto. È di poche settimane fa la notizia apparsa sulla stampa inglese di come il governo cinese usi le sue riserve ufficiali per acquistare titoli pubblici costaricani, al fine di influenzare il governo di questo paese a non tenere rapporti troppo stretti

con Taiwan.

Vorrei chiedere a Gian Maria Gros-Pietro, che certamente ha una competenza specifica nelle reti in quanto Presidente di Autostrade Spa, in passato alla testa di ENI e IRI e tuttora professore emerito di Economia industriale alla Luiss, se siamo entrati in una sorta di «economia grigia» e viviamo una fase in cui c'è una grande confusione nei rapporti tra pubblico e privato e, in secondo luogo, come vede la questione dei fondi sovrani. Sarebbe importante che l'Italia e l'Europa avessero un orientamento chiaro. I fondi sovrani sono un rischio o un'opportunità? Oppure possono essere entrambe le cose, a seconda delle regole che si adottano? Per esempio, se i fondi sovrani bussano alla sua porta, Autostrade Spa, Lei come si regola? Li accetta purché non superino una certa soglia azionaria, oppure li rifiuta, come consiglia il Ministro dell'Economia nel suo best-seller La paura e la speranza? Nel libro in-

Franco Locatelli fatti si legge: «Via i fondi sovrani dall'Europa», ma poi l'autore aggiunge che l'Europa deve comportarsi come l'America dove i fondi sovrani sono stati ultimamente accolti come cavalieri bianchi. Mi sembra che ci sia grande confusione e penso che una persona di grande saggezza come Gros-Pietro possa regalarci qualche parola illuminante.

Gian Maria Gros-Pietro, presidente Autostrade Spa, professore di Economia industriale Naturalmente non parlo come presidente di una società quotata in Borsa, ma come professore di Economia industriale. Alle due domande che mi sono state poste, per una società quotata rispondono gli azionisti.

Qual è il problema? Se un fondo sovrano, o un qualsiasi altro investitore, volesse acquistare le autostrade... si accomodi, in ogni caso non potrebbe portarcele via. Ogni azione di chi gestisce le autostrade è regolata. Non si possono neanche cambiare i cartelli, perché a stabilire come vanno fatti è il Codice della strada. Quando realizzo uno svincolo devo accordarmi col Comune. E così via. Non vorrei minimizzare la questione. Il problema esiste, è serio, e non riguarda solo le autostrade ma tutta l'economia.

Facciamo un passo indietro. L'enfasi che si è data al primo grande ciclo, citato da Bortolotti, era sacrosanta, però ci ha portato a dimenticare alcuni fatti basilari. Che cos'è il mercato? Privatizzare significa immettere nel mercato qualcosa. Si è pensato che fosse onnipotente, ma il mercato, prima di tutto, non è una struttura naturale. È una struttura giuridica che funziona attraverso un criterio: le transazioni si fanno attraverso il metodo dello scambio consensuale e perché questo sia possibile ci vogliono delle regole. Esiste dunque una cornice di riferimento che distingue ciò che è dentro da ciò che è fuori dal mercato. Ci sono poi i contratti leciti e quelli illeciti. Perché il mercato funzioni è necessario che, al suo interno, i beni scambiati siano quelli propri di un mercato. Per esempio, il terreno si può comprare o non si può comprare. Non tutti gli Stati pensano che il terreno si possa comprare perché è un bene non riproducibile. Fino a quando la distribuzione dei terreni non pone problemi, gli Stati lasciano che la gente compri o venda. Quando però si costituiscono dei latifondi, tutti cominciano a pensare a quale intervento fare.

Nell'enfasi della privatizzazione non abbiamo tenuto conto di questi aspetti: si è pensato che tutto potesse essere messo nel mercato e ne è derivata una comprensibile delusione dell'opinione pubblica. C'è un ulteriore dato da tenere in evidenza. Molto dipende da cosa si privatizza. Nei primi anni '90, sono stato nel Comitato delle privatizzazioni. A quell'epoca l'opinione pubblica era contraria a farle. Si diceva che soprattutto due tipi di aziende non andavano privatizzate: quelle che guadagnavano, perché era da stupidi venderle se funzionavano, e quelle che perdevano, perché per non svenderle bisognava prima risanarle. Insomma, non si doveva privatizzare assolutamente nulla.

Prima si parlava di società che si sono fortemente rivalutate. Siamo in casa di una di queste. L'ENI è una società tuttora a controllo pubblico, ma che è gestita con criteri privati, e questo le ha fatto un gran bene. Lo stesso discorso può essere fatto per Fincantieri e Finmeccanica. Si tratta sempre di società che, gestite con logica di mercato, hanno cominciato a produrre valore per tutti, non solo per l'azionista, non solo per i dipendenti. È questo che fa la differenza rispetto alle società non privatizzate, le quali producono valore solo

per categorie molto ristrette.

In una società a controllo pubblico, il management è prigioniero di quella logica del consenso che è biologicamente funzionale a chi esercita il controllo, cioè alla classe politica. Ma essa difficilmente può esigere efficienza da questo tipo di società, perché entrerebbe in conflitto con i dipendenti. Non può andare a verificare fino in fondo, per esempio, qual è l'efficienza dell'impresa rispetto ai fornitori e ai clienti, perché andrebbe incontro a una serie di conflitti, mentre il suo obiettivo è sempre la ricerca di consensi e di appoggi. L'impresa pubblica di solito è inefficiente. Un esempio classico è il trasporto pubblico locale, dove le imprese a controllo pubblico non riescono a coprire, con i ricavi, la metà dei loro costi, laddove, con le stesse tariffe, le imprese private guadagnano.

Dipende quindi da che cosa si privatizza. Se si privatizza un'impresa ben gestita o una mal gestita, un'impresa che produce beni vendibili sul mercato o invece una che produce servizi o magari beni non appropriabili, tipo ricerca scientifica e formazione.

Ci sono beni, voglio dire, che non stanno nel mercato in modo congruo perché chi li produce non può appropriarsi di tutto il valore che crea. Le reti, o alcune di esse, appartengono a questo genere di beni.

Le reti autostradali sono solo a metà nel mercato, poiché sono delle concessioni. Lo Stato dice: «Solo io posso costruire autostrade. Tu impresa le costruisci in delega e guadagni sui pedaggi per 30 anni, scaduti i

quali tornano a essere mie».

Nella rete autostradale la questione prioritaria è quella del ritorno dell'investimento, ma chi gestisce la rete non ha nessuna influenza sui valori che non sono di mercato: per esempio, è il potere politico a dirti dove deve avvenire lo sviluppo della rete. Ma se parliamo di una rete telefonica, il discorso cambia completamente. A seconda di quali utenti allaccio, con quali tariffe, di come gestisco il traffico, posso favorire o penalizzare determinate zone e quindi tipi di clientela. In questo caso è importante che ci sia una regolazione e può anche

darsi che sia opportuno un intervento.

Tocco rapidamente la questione dei fondi sovrani. E necessario fare delle distinzioni, perché non tutti i fondi sovrani sono uguali. Esiste, per esempio, un fondo sovrano dalla Norvegia gestito in modo tipicamente nordico. Il ragionamento che sottende la sua istituzione è semplice: prima che il petrolio si esaurisca, mettiamo da parte i soldi di cui avremo bisogno in futuro per qualsiasi evenienza. Ed è un fondo gestito in un modo fantastico, anche da un punto di vista tecnico. Ci sono altri fondi sovrani costituiti esclusivamente perché alcuni Stati sovrani non sanno dove mettere il cash flow di cui dispongono. Quando si parla, poniamo, di investimenti di 10 miliardi di dollari in una banca americana, ci si dimentica di aggiungere che è il cash flow di una settimana! Attenzione, sono tutte operazioni amichevoli. Il primo passo lo è certamente: il fondo bussa alla porta e chiede: «Posso entrare?». Ma una volta entrato, sarà sempre così amichevole? Perché quel cash flow, lo Stato del fondo sovrano continua ad averlo a disposizione tutte le settimane.

Se andate alle riunioni dei top manager del mondo della finanza, vedete che tutti i partecipanti, sia di imprese finanziarie che industriali, sono molto favorevoli all'ingresso dei fondi sovrani. Ed è comprensibile: con tutti i gravi danni che hanno causato, è necessario che qualcuno corra ai ripari. È quello che fanno i gestori dei fondi sovrani, apparentemente senza chiedere niente in cambio. Così i manager che hanno sbagliato possono restare al lora posto.

restare al loro posto.

Semplifico un po' per far capire che noi economisti abbiamo dei grossi limiti. Non vi siete mai posti il problema che dietro tutto questo ci sono in realtà delle questioni di potere? Cioè questioni che non si possono risolvere in ambito economico? In uno studio sugli assetti finanziari e i mercati europei nelle privatizzazioni, condotto da me, Alfio Torrisi ed Edoardo Reviglio intorno al 2000, constatammo che oltre ai vari aspetti che compongono un perfetto funzionamento di mercato c'era anche una questione di potere. Non è che a Londra il potere fosse diffuso, come generalmente ci si immagina. C'era un gruppetto di banchieri che si sentiva per telefono e decideva se un'operazione andava fatta o no. Dietro ogni assetto che il mercato assume c'è inevitabilmente un corrispondente assetto di potere. Il mercato può essere considerato una macchina che deve essere pilotata con molta abilità e molto rischio da questi signori, detentori del potere; ma, viceversa, può anche essere visto come qualcosa che serve a questo potere solo di facciata.

Questo passo indietro delle privatizzazioni va interpretato come il segno – anche nei Paesi europei – di una classe politica che ha visto ridurre il suo spazio di

potere e ora vuole recuperare il terreno perso.

Certo ci mancherebbe altro che le regole le facessero i manager della finanza, responsabili di tanti guasti! È giustificato, come sottolinea Gros-Pietro, un intervento della politica, ma che sia agranda politica.

della politica, ma che sia «grande politica».

Mi colpisce sempre la dicotomia che c'è tra il processo di privatizzazioni e liberalizzazioni a livello centrale e quello a livello locale. È vero che quelle realizzate a livello centrale hanno molti difetti e sono incompiute, ma a livello locale non sono mai iniziate. I Comuni controllano le municipalizzate con maggio-

Franco Locatelli ranze bulgare e le liberalizzazioni per ora sono solo promesse. Speriamo che questa legislatura ci riservi

qualche sorpresa positiva.

Su questi aspetti legati al presente e al futuro delle privatizzazioni, anche in settori meno conosciuti - cioè che poco hanno a che vedere con le imprese e attengono maggiormente al patrimonio pubblico, come il demanio - chiedo ad Alessandro Carpinella di illustrarci quelli che per lui sono i punti cruciali da affrontare.

AlessandroCarpinella, direttore Corporate Finance **KPMG** Advisory Spa

C'è un'impressionante sproporzione tra il valore delle imprese cui si fa riferimento quando si parla di privatizzazioni e i numeri che attengono al complesso dell'intervento pubblico attraverso la proprietà nell'economia. Sono numeri molto difficili da ricostruire. Oggi, le amministrazioni pubbliche hanno circa 1.500 miliardi di euro di attivo. Duecento cinquanta miliardi sono cassa e disponibilità, cioè liquidi; 250 miliardi sono crediti, anticipazioni, altri conti attivi; 200 miliardi sono delle partecipazioni in imprese; 800 miliardi sono invece a vario titolo immobilizzazioni, soprattutto materiali. Come potete vedere non c'è proporzione. L'intero processo di privatizzazioni di aziende, nel caso italiano, ha generato incassi intorno ai 140 miliardi di euro, a cui si aggiungono una quarantina di miliardi che derivano da operazioni di cartolarizzazione di crediti e immobili. Questi sono i valori. Da un lato, dunque, questo percorso, che pure ha permesso 30 miliardi di risparmio di interessi, dall'altro, la persistenza di 1.500 miliardi di euro di proprietà pubblica «viva e vegeta». che non scende. Ciò vuol dire che, a fronte di questi percorsi di accompagnamento al mercato di pezzi anche molto importanti della nostra economia, abbiamo una latente crescita della presenza della mano pubblica attraverso la proprietà, che si manifesta in mille modi. L'espressione «economia grigia» è veramente felice perché ci aiuta a ragionare e indica molto bene come questo oscillare tra il privato e il pubblico, dal punto di vista della proprietà, sia andato molto spesso nella seconda direzione. Un po' di esempi saranno utili: vediamo continue esperienze di costituzione di nuove aziende pubbliche, aumenti di capitale, acquisizione di società private (qualche caso recente: la SACE, che ha

acquistato da un privato un'assicurazione; ENAV ha acquistato Vitrociset). Abbiamo interi settori che vengono nazionalizzati (la riscossione dei tributi), abbiamo un settore, la garanzia dei fidi, che in modo latente viene progressivamente pubblicizzato. Abbiamo stimato che i soli flussi di dotazione patrimoniale pubblica a questo settore (cioè soldi pubblici che vengono immessi nei patrimoni) si aggirino intorno ai due miliardi di euro l'anno. C'è un proliferare d'immobiliarismo pubblico che non ha nulla a che vedere con le infrastrutture e gli immobili pubblici. Queste sono le ragioni per cui, dal 2001 al 2006, il conto patrimoniale delle amministrazioni pubbliche è rimasto sostanzialmente invariato.

In realtà, non siamo di fronte tanto a un capitalismo di Stato, ma a una sorta di precapitalismo di Stato. I mille miliardi di euro in mano pubblica attraverso la proprietà sono organizzati in forme pre-capitalistiche. Non c'è una contabilità patrimoniale decente; non esiste connessione tra contabilità patrimoniale, contabilità economica e contabilità dei flussi, che è la base per capire che cosa lo Stato abbia «in casa», quanto rendano questi assets e quanto facciano risparmiare la proprietà di essi in termini di spesa corrente, a parità di scelte politico-economiche di base. L'infrastruttura normativa generale è fatiscente e tipica anch'essa delle forme precapitalistiche. Non si capisce chi è il padrone:

ecco la zona grigia di cui parlava Hamaui.

Questa riflessione conduce a un altro tema portante del nostro dibattito: lo Stato liberale moderno si è sviluppato, nella teoria filosofico-politica e nella prassi, proprio sulla distinzione tra sovranità e proprietà. È, questa, un'architrave che non dobbiamo incrinare. Non sono tempi felici i nostri se lo Stato, di fronte alle turbolenze della globalizzazione, ha pensato di poter continuare a esercitare la sua funzione solo attraverso la proprietà! Quest'ultima è raramente un buon strumento per fare politica economica. La mia conclusione non è «vendiamo tutto»: dico, semplicemente, che, se ci sono delle «zone grigie», forse dipende dalla scarsa capacità che abbiamo di elaborare il paradigma teorico di cosa sia oggi lo Stato, cosa debba fare e con quali strumenti.

Senza addentraci troppo nel campo della filosofia politica, pensate solo al primo dei *Due trattati sul go-*

verno di John Locke, dove il filosofo inglese confuta le tesi di Robert Filmer, il quale riteneva che i re fossero tali per discendenza adamitica e pertanto padroni della terra. Locke ha riflettuto proprio sulla distinzione tra padrone e sovrano, e ha confutato quella tesi argomentando sul filo di questa dicotomia sostanziale, che disloca la proprietà nel diritto naturale e la sovranità nel diritto politico. Non so se tale paradigma possa permetterci di affrontare il problema dei fondi sovrani. Di sicuro, però, bisogna tener conto di una riflessione come questa. Occorre reagire a una sfida di così ampia portata con le leve dello Stato moderno, che sono quelle della legge e dell'uso della forza per farla rispettare, non della proprietà. Se lo Stato confonde la propria funzione con quella di proprietario ci riporta tutti, per quanto attiene alla gestione della cosa pubblica, all'Ancien Régime.

Franco Locatelli

Due domande a Edoardo Reviglio. Intanto vorremmo capire qualcosa di più sulla cosiddetta «economia grigia» e su come si colloca la politica della Cassa Depositi e Prestiti. La seconda domanda parte dall'attualità e dalle considerazioni di Carpinella. Si può rispondere in tanti modi all'attivismo dei fondi sovrani, ma mi chiedo se la risposta debba avvenire sul terreno della proprietà. Lo dico perché tempo fa ho sentito parlare il Presidente transalpino Sarkozy di un fondo sovrano alla francese, ma ho sentito anche in Italia suggestioni di questo tipo a proposito della Cassa Depositi e Prestiti. Non si capisce bene di cosa si stia parlando. Prima di tutto, perché lo chiamiamo fondo sovrano? Si pensa forse di rispondere a un capitalismo di Stato con un altro capitalismo di Stato? Non sarebbe più saggio individuare regole di buon senso in grado di prevenire i conflitti?

Parlo da economista e non come consulente della

Cassa Depositi e Prestiti.

Siamo in un momento di cambio di paradigma nella politica economica e ciò avviene, di solito, solo quando si è in presenza di una crisi. La crisi è cominciata nell'estate del 2007. Una crisi finanziaria di grandissime proporzioni, ma nella quale sono presenti anche elementi macroeconomici, geopolitica, rapporti tra valute

Edoardo Reviglio, consulente economico della Cassa Depositi e Prestiti e tra prezzi delle materie prime, eccesso e successiva carenza di liquidità. Un complesso di elementi che prefigurano l'arrivo di un nuovo ordine mondiale.

Si parla spesso della Crisi del '29. Allora ad andare a pezzi è stato il paradigma liberale, la prima grande globalizzazione. Ora è in crisi il paradigma del liberismo, la seconda grande globalizzazione. Charles Kindleberger ha esaminato la crisi del '29 in un libro ormai classico e ha identificato almeno una trentina di diverse interpretazioni sulle ragioni che l'hanno innescata. La storia non si ripete mai nella medesima forma. La crisi di oggi è diversa da quella del '29, così come la crisi degli anni '70 è diversa sia da quella di oggi sia da quella del '29, e così via. Comunque ci sarà da studiare molto per capire che cosa è successo e come sarà affrontata la crisi del 2007, sicuramente la più grande crisi finanziaria della storia. Considerando che le interpretazioni monocausali sono sempre parziali, così come lo sono quelle di carattere più prettamente ideologico.

Riprendendo il discorso di Gros-Pietro a proposito della ricerca che abbiamo fatto assieme, è vero che anche nel capitalismo più di mercato, come quello anglosassone, si creano coalizioni, gruppi ristretti di grandi investitori che entrano nel capitale delle imprese quando lo ritengono utile e opportuno senza dover chiedere nulla alla base azionaria diffusa. La storia della democrazia economica del capitalismo degli azionisti è, a mio parere, una finzione degli economisti (e dei giuristi anglosassoni dell'analisi economica del diritto). Il potere tende sempre a concentrarsi in alto, nelle élite. Nel modello della *public company* inglese ciò avviene grazie ai meccanismi delle deleghe di voto. Rimane comunque vero il fatto che esistono due grandi modelli di capitalismo di mercato: uno anglo-americano e uno continentale. La differenza importante tra i due non è la concentrazione o la diffusione (democratizzazione) del potere decisionale, è invece l'orizzonte temporale, il breve periodo nel modello anglosassone, e quindi la sua tendenza a guardare esclusivamente alla creazione di valore per gli azionisti, e il lungo periodo nel modello continentale, con una maggiore attenzione all'interesse degli stakeholders e, in generale, della comunità, intesa

sia come l'impresa-comunità e sia, più in generale, come la comunità locale e nazionale. Non a caso il modello continentale, che contempla anche l'intervento dello Stato, nasce negli anni '30 a seguito della crisi del '29. Tale modello, conosciuto come quello dell'economia mista, ha funzionato bene fino agli anni '70, ma forse anche oltre, fino agli '80. Non sempre la proprietà pubblica è stata una pessima cosa. È comunque anche vero che l'oscillazione tra le due forme di proprietà - pubblica e privata - è una costante della storia economica del mondo. Quello che questa crisi ha dimostrato. ancora una volta, è che non ci sono modelli assoluti. I modelli nascono nelle menti razionali degli economisti per sostenere una certa fase della storia della politica economica (e anche, a volte, semplicemente per sostenere certi interessi). Quando il castello crolla anche i modelli degli economisti crollano con lui. Questo perché si tratta di modelli veri nella teoria, ma non sempre e completamente veri nella realtà dei fenomeni, che muta, sempre e spesso inaspettatamente. È così che oggi si potrebbero recuperare i libri degli economisti del passato, e buttare quelli del presente. O piuttosto scrivere nuovi libri per pensare il nuovo modello del futuro, ben consapevoli che anch'essi, prima o poi, si dimostreranno fallibili.

La crisi attuale, come noto, è anche una crisi di iperfinanziarizzazione. Quindi bisogna trovare meccanismi per stabilizzare il mercato finanziario globale. Credo, che per dare stabilità ai mercati finanziari, ci sia la necessità di ripensare e riconsiderare gli investimenti di lungo periodo. Gli stessi fondi sovrani offrono una certa stabilità, anche se tendono ad avere logiche di carattere speculativo. Fondi pensione e compagnie di assicurazione globali, BEI, Casse depositi nazionali e banche pubbliche possono certamente giocare un ruolo di stabilizzazione del sistema finanziario mondiale. Essi sono alla ricerca di investimenti con rendimenti sicuri, quindi non troppo aggressivi, e di lungo periodo. Questi si sposano bene con progetti in grandi infrastrutture. energia, ambiente, dove il pubblico è l'Europa che ha la regia, ma dove i capitali sono privati, perché si tratta di progetti che producono flussi di reddito, magari differiti, ma sicuri e stabili.

Quindi, quale può essere la risposta dell'Europa? La Caisse des Dépôts e la Cassa Depositi e Prestiti hanno recentemente annunciato la costituzione d'un «Club del Lungo Periodo» che dovrebbe raccogliere idee, investitori europei ed extra europei, sviluppando delle iniziative comuni. Stiamo parlando di banche e investitori in grado di finanziare progetti con orizzonti a 30-50 anni. È la logica del capitalismo di origine continentale europeo, ma senza l'impresa pubblica. Sarà questo, probabilmente, il modello di capitalismo

europeo dei prossimi decenni.

L'Europa, se vuole vincere la sfida della concorrenza sui mercati globali, deve stare sulla catena alta del valore dei prodotti. Per fare questo bisogna investire in R&S e in logistica e infrastrutture per attirare i migliori cervelli e capitali dall'estero. Grandi investimenti europei - che non pesino sui bilanci pubblici nazionali e sulle generazioni future - capaci di mettere insieme pubblico europeo e privato globale. Un grande progetto di investimenti in infrastrutture e capitale umano sarebbe quindi necessario per rilanciare l'Europa. Gli USA potrebbero mettere a disposizione fino a 800 miliardi di dollari per salvare le banche? L'Europa dovrebbe rispondere con altrettanta ambizione in progetti comuni. La logica è quella del Progetto «Guerre Stellari» di Reagan lanciato negli USA all'inizio degli anni '80, ma questa volta sul civile (energia, infrastrutture, reti, tecnologie, ambiente, biotecnologia, medicina). L'euro oggi è forte. La disciplina di bilancio del Patto di stabilità sta pagando. È quindi arrivato il momento di staccare il dividendo che ci viene dalla forza dell'euro. I tempi sono maturi e sarebbe sbagliato non coglierli.

Una parte della risposta europea ai fondi sovrani potrebbe essere proprio questa: riunire le forze per muoversi in un orizzonte di lungo periodo, perché l'Europa con una politica fiscale così restrittiva non sta crescendo né facendo investimenti. Il caso dell'Italia è il più critico. Il nostro debito pubblico è il doppio di quello di altri Paesi. Dal 1994 a oggi è costato 900 miliardi di euro in più di quello di Francia e Germania, per la quota eccedente il 60%, limite dei parametri europei. Questo vuol dire che metà di questi soldi è

andata all'estero, cioè metà del costo per interessi del nostro debito pubblico va a remunerare investitori che non reinvestono quei soldi nel nostro Paese. Si tratta di 35 miliardi di euro all'anno. L'equivalente di una Legge Finanziaria all'anno non investita nella nostra economia a causa del nostro abnorme debito pubblico. Siamo entrati in Europa con una gamba zoppa. Non stupisce quindi che il nostro tasso di crescita sia il più basso d'Europa.

Franco Locatelli

Condivido il fatto che l'Europa abbia bisogno di grandi investitori pubblici o privati che guardino al lungo periodo. Ho letto questa mattina un'intervista dell'Amministratore delegato di Telecom Franco Bernabé, che poneva il problema di chi finanzierà la nuova rete delle telecomunicazioni. Tale rete richiede investimenti colossali, avrà una redditività molto differita e tuttavia è estremamente utile per la modernizzazione del Paese perché potrebbe portare la banda larga anche dove adesso non c'è. Forse è un'eresia, ma non mi scandalizzerei affatto se accanto a Telecom e agli operatori alternativi ci fosse una forte presenza pubblica. Come ricorderete questo problema era sotto gli occhi di tutti già due anni fa e venne liquidato per banali polemiche politiche. Mi auguro che oggi possa essere affrontato in modo più razionale.

Edoardo Reviglio Abbiamo degli esempi in Europa come la Caisse des Dépôts in Francia, un caso di grande successo: gestisce una società con oltre 270.000 alloggi di edilizia sociale, ha più di 500 progetti di partnership tra pubblico e privato per progetti di rigenerazione urbana, ha una serie di partecipazioni importanti che sono strategiche per lo Stato francese. Inoltre, gestisce una parte delle pensioni e il fondo del notariato che ammonta a 55 miliardi di euro, sostiene lo sviluppo di progetti all'estero, per esempio con i fondi per il Mediterraneo e altre zone del mondo.

La nostra Cassa Depositi e Prestiti è un soggetto pubblico e privato, appartiene a quella che in questa tavola rotonda è stata chiamata «economia grigia». Fino agli anni '90 finanziava il 95% del debito locale. Poi con la direttiva europea sulle liberalizzazioni sono

gradualmente entrate le banche private sul mercato del credito locale. Oggi un terzo del debito locale è finanziato dalla Cassa Depositi e Prestiti, un terzo dalle banche private e un terzo da obbligazioni (BOC). La Cassa gestisce oltre 170 miliardi di raccolta postale, di cui circa 80 miliardi sono utilizzati in prestiti agli enti locali e ad altri enti pubblici. Il resto è depositato in Tesoreria al MEF e ben remunerato. Non è tecnicamente debito pubblico e potrebbe, con leggi ad hoc, essere gradualmente – solo in parte e con tutta la necessaria prudenza del caso – trasferito a finanziare progetti di interesse generale e di lungo periodo. La logica è simile a quella che guidava l'emissione dei titoli degli istituti Beneduce, del Crediop, dell'IMI, e degli altri, per finanziare le grandi infrastrutture del Paese. Credo che questa possa essere una delle direzioni possibili da intraprendere per finanziare gli investimenti pubblici

nei prossimi anni.

In Italia c'è un gran bisogno di edilizia sociale. Abbiamo un patrimonio di case popolari di circa un milione e 400 mila appartamenti, di cui più della metà ormai non sono più case popolari. Un patrimonio di 30 miliardi di euro a valori catastali e di 150/200 miliardi di euro a quelli di mercato. Più dell'intero debito locale. C'è la necessità di smobilizzare, almeno parzialmente, questo patrimonio per poter costruire nuovi alloggi e finanziare nuovi investimenti locali. C'è una domanda di nuovi alloggi – secondo la Comunità Europea – pari a due o tre milioni di nuove unità. Potrebbe essere la Cassa il soggetto che se ne occuperà, totalmente o parzialmente? Dentro la Cassa troviamo anche partecipazioni strategiche, ad esempio le reti, su cui andranno fatte delle scelte. C'è comunque, come ho già ricordato, la necessità di costruire infrastrutture e aiutare gli enti locali nella gestione della parte patrimoniale del proprio bilancio (asset o debito). Una fonte su cui potrebbero avere bisogno di assistenza da parte di un soggetto pubblico di cui si possono fidare. Insomma, le possibilità d'azione della Cassa Depositi e Prestiti sono varie. Sarà necessario, nel prossimo futuro, elaborare una visione strategica di lungo periodo e adattare gradualmente la struttura ai nuovi compiti.

Franco Locatelli Nessuno mette in discussione l'utilità di uno strumento come la Cassa Depositi e Prestiti, quel che conta però è che si definisca la sua missione in modo molto chiaro e che essa non finisca per sovrapporsi irragione-volmente al mercato. E Dio non voglia che venga chiamata a salvare Alitalia... A Carpinella vorrei chiedere: il precapitalismo di Stato può diventare capitalismo di Stato? È a quali condizioni?

Alessandro Carpinella Non vorrei sembrare un attardato, ma a mio avviso bisogna tornare a vendere. Il problema che viene prima di ogni altra cosa è che questo precapitalismo sia più controllabile e non si espanda. È necessario che non si comprino più società, che non se ne costituiscano di nuove e che le dotazioni vengano controllate in

maniera rigorosa.

Riprendo un esempio di cui ha parlato Reviglio. Le Casse pubbliche possono essere considerate un tema importante, ma ci sono tanti modi per affrontarlo. Non sono affatto convinto che la proprietà sia un buono strumento per rispondere a questa domanda. La proprietà nel periodo medio-lungo, soprattutto per quanto riguarda la fornitura di beni come la casa, è particolarmente inefficiente. Il social housing è una scelta politica legittima, ma sui metodi per garantirla dobbiamo riflettere. Sulla base di quanto dicevo, troverei per esempio più efficiente che le abitazioni le costruissero i privati, e che lo Stato riconoscesse una sorta di bonus affitto per le famiglie disagiate e detassasse gli oneri di transazione sulla prima casa, senza costi di agenzia, eliminando l'ingiusta allocazione di ricchezza pubblica, che nel tempo generano le «case popolari». Si tratta allora di finanziare gli immobiliaristi privati? Per quanto possa sembrare una posizione provocatoria, credo proprio di sì. Quando l'immobiliarista è il «pubblico», i costi di agenzia sono eccessivi e l'ingiustizia che si genera nel medio periodo supera i benefici di perequazione sociale che si conseguono. Non credo che ci sia tempo per una riforma complessiva dell'ordinamento sui beni pubblici. È una normativa troppo complessa, troppo vischiosa. Rischiamo di congelare la situazione esistente, confondendo le aspirazioni politiche con le

decisioni. Io credo che sia necessario utilizzare una legislazione straordinaria sul modello di quella che ha permesso di fare le privatizzazioni delle aziende e dei fondi immobiliari. Abbiamo bisogno di leggiobiettivo sugli immobili e i crediti, che sono un altro asset che ben si presterebbe a operazioni di massiccio arretramento del fronte della proprietà pubblica, dato che non rendono quasi nulla ma potrebbero avere un mercato.

Ultimo punto. Si è parlato delle Fondazioni, che, pur avendo ancora un assetto per certi versi «mostruoso» - come ha riconosciuto Giuliano Amato, uno dei suoi ideatori –, restano comunque uno strumento con cui una parte importante del settore bancario, per esempio le Casse di Risparmio, è stata accompagnata nel mercato. Credo che quello delle Casse sia un metodo replicabile, ad esempio nel campo dei beni storico artistici, o almeno in una parte di questi, penso alla costituzione, come è stato fatto in altri Paesi, di Fondazioni. Trovo che questa forma di intervento proprietario di tipo privatistico, ma non orientato al profitto, sarebbe molto coerente con la nostra cultura, fatta di corpi locali e istituzioni sociali intermedie storicamente molto attive nella gestione della «cosa pubblica».

Gros-Pietro ha concluso il suo precedente intervento sui fondi sovrani osservando che è abbastanza comprensibile che il loro primo approccio alle nostre imprese sia amichevole, ma dopo? E poi ha aggiunto: non spetta agli economisti definire le regole, ma allo Stato e alla politica. La proposta che ha fatto la Comunità Europea perché si adotti un codice volontario di condotta da parte dei fondi attiene unicamente alla trasparenza e al miglioramento della governance. Potrebbe essere una base di partenza, ma non occorre qualcosa di più?

Certamente. La trasparenza è un elemento che dovrebbe essere garantito da tutti i soggetti. Il problema è che questa governance si basa su una constituency che non è formata da elettori, ma da investitori. Se l'investitore è il governo, ti viene a mancare il confronto: non hai più il mercato. La liceità dell'operatore Franco Locatelli

Gian Maria Gros-Pietro

dipende dal fatto che questi non è libero, ma deve rispondere a un mercato. Se hai poi un governo che non sa dove collocare il surplus della propria bilancia commerciale per i prossimi decenni, questo ragionerà con regole diverse perché non è schiavo del mercato. Altro caso quello di un governo virtuoso perché si chiederà, dal suo punto di vista, come riuscire a internalizzare quello che potrà essergli utile quando, per esempio, non avrà più petrolio. È allora farà degli investimenti che sfuggono completamente alla logica del nostro mercato. Si tratta quindi di un operatore diverso con il quale non è facile coesistere? Con i miei limiti di economista, dico soltanto: attenzione. Mi è piaciuta molto la distinzione fatta da Carpinella tra Sovranità e Proprietà. Il sovrano è libero di espandere o restringere la sfera d'azione del proprietario. Prendiamo l'esempio delle autostrade. Il sovrano può dire: fai le strade dove ti pare perché se scegli un percorso dove non c'è traffico a rimetterci sarai tu. Oppure, può dire: le fai dove dico io. O, ancora, le fai non solo dove dico io, ma sarò io a dirti quali tariffe applicare e non saranno certamente quelle che ti massimizzeranno il traffico. Potrebbe dire ancora di più: niente tariffe, ti pago una specie di canone leasing (ed è quello che accade in alcuni Paesi). Ma, attenzione, più si restringe l'attività del mercato, meno trasparente diventa l'operazione. Il politico non dirà mai perché ha scelto di realizzare quell'opera in un posto e non in un altro. Invece l'operatore di mercato sì.

Prendiamo, per esempio, la rete. Il mercato sbaglia probabilmente più dei politici, però i suoi sbagli li paga: si accorge presto degli errori e cambia strada. E se non se ne accorge, fallisce. Se a sbagliare è invece il Sovrano, egli ha la tentazione di sostenere che se le cose non si sono realizzate come lui aveva previsto è perché gli altri non hanno capito. Faccio un esempio concreto. Lo Stato italiano ha messo in vendita anni fa le licenze UMTS e ha ricavato la bella cifra di 5.000 miliardi. Tra gli operatori che hanno comprato, qualcuno è fallito subito, qualcun altro dopo un po' di mesi e c'è anche chi è riuscito. Cosa sarebbe accaduto se l'investimento fosso eteta fatta anni salli e altri i a

fosse stato fatto con soldi pubblici?

Franco Locatelli

A Rony Hamaui vorrei chiedere se dall'«economia grigia» si può uscire? Non pensa che sarà possibile solo quando le regole che disciplinano l'attività economica e finanziaria nel nostro Paese passeranno da un sistema ibrido per metà amministrato e per metà di mercato, a un sistema compiutamente e unicamente di mercato? A me pare che il nocciolo della questione sia proprio il carattere ibrido della nostra regolamentazione.

Seconda domanda: lei ha scritto che servono regole per disciplinare l'attività dei fondi sovrani nelle nostre economie, in modo da evitare che mettano liberamente le mani su tutte le nostre imprese, ma in che senso?

Al termine «economia grigia» non attribuisco un valore negativo, ma solo una funzione descrittiva.

Cominciamo dalla trasparenza, termine continuamente presente nei titoli e negli articoli dei giornali quando si parla dei fondi sovrani. La trasparenza, come ha detto Gros-Pietro, è un concetto relativo. Nei Paesi democratici ha un peso importante perché esistono strutture di controllo, giornali indipendenti, un potere giudiziario forte, mentre spesso non così è nei Paesi meno democratici.

I codici di condotta sono per così dire «un pannicello caldo» e sono la dimostrazione della debolezza dell'Europa. Hanno funzionato solo quando si sono trasformati in regole vincolanti.

Un'ultima considerazione. I fondi sovrani investono in Paesi anche'essi sovrani. In cosa si esplica la sovranità di questi Paesi? Qui, è il caso di dire, l'economista deve tornare ai classici della filosofia politica. Gli Stati possono imporre regole forti. Possono distruggere qualsiasi investimento privato. Se un fondo sovrano acquistasse Autostrade, lo Stato italiano, disponendo alcune regole, potrebbe neutralizzare subito il valore di tale investimento. Sto esagerando per farmi capire. Non dobbiamo, quindi, avere paura dei fondi sovrani, bensì sapere che tanto più investono in infrastrutture e in reti, tanto più è forte il potere del Sovrano e maggiori sono gli strumenti di regolamentazione dello Stato. Forse è più «pericoloso» quando il fondo sovrano investe in altri settori dove l'intervento pubblico è più difficile, come certe imprese che operano in un contesto competitivo.

Rony Hamaui

In questo caso sarà tuttavia il mercato ad imporre le sue regole.

Franco Locatelli Una cosa sono i fondi sovrani che entrano in una banca e non creano problemi in quanto di banche ne esistono parecchie e altro sono i fondi che entrano nelle reti, che non sono replicabili e che perciò si possono considerare strategiche.

Rony Hamaui

Contrariamente all'affermazione «non tocchiamo le infrastrutture» che si legge sui giornali, è più facile per lo Stato esercitare la sua sovranità su una rete che non su altre attività.

Franco Locatelli A Bernardo Bortolotti la parola conclusiva sui ricchi spunti emersi da questa tavola rotonda.

Bernardo Bortolotti A me sembra che il contributo principale e forse inatteso di questo dibattito sia scientifico e metodologico. Abbiamo capito che una questione fondamentale è l'emergere di questa «economia grigia» in cui interessi pubblici e privati si mescolano per dare forma a strutture miste e ibride, difficili da interpretare con i modelli tradizionali con cui gli economisti studiano le imprese. Nell'«economia grigia» che spazia dalle Asl ai fondi sovrani si mescolano obiettivi commerciali e finalità pubbliche; lo Stato imprenditore convive con lo Stato azionista e regolatore, con esiti che meritano riflessioni e approfondimenti non solo da una prospettiva economica.

È troppo presto per tentare di spiegare un fenomeno così complesso ma viene naturale chiedersi perché l'economia sia diventata «grigia». Io tendo a vedere questa realtà da un punto di vista hegeliano: ciò che è reale è anche razionale. L'«economia grigia» è inevitabile in un contesto in cui le istituzioni, e in particolare modo la regolazione, non danno certezze agli investitori. Non riusciremo mai a dismettere completamente quel fondo sovrano da 1.500 miliardi di cui ha parlato Carpinella, per il semplice fatto che la proprietà pubblica in un contesto di regolazione imperfetta contiene i rischi dell'interferenza politica nelle imprese. Se lo Stato non riesce a mandare «la milizia» per difendere i propri in-

teressi, allora da Sovrano ritorna padrone e ricadiamo

nel precapitalismo di Stato.

I fondi sovrani, nello specifico, sono un tema fondamentale su cui dovremo tornare e fare molta ricerca. Riallacciandomi a quanto diceva Hamaui, alcuni storici sostengono che il declino dell'impero ottomano sia iniziato con la vendita delle banche. Presterei molta attenzione ai segnali che arrivano dall'acquisizione delle banche di Wall Street. Gli economisti sostengono che finché c'è competizione la proprietà delle imprese risulta neutrale. Sicuramente il sistema bancario americano è competitivo, ma siamo sicuri che una banca sia davvero meno strategica di un'utility? Fra l'altro, i fondi sovrani si sono fatti largo nel cuore di Wall Street mantenendo un profilo basso nella governance. Ma sarà sempre così? Il fondo del Qatar ha già imposto un suo rappresentante nel board di Barclays. Quello che vedremo nei prossimi anni sarà probabilmente un gigantesco e inevitabile spostamento del potere economico verso le nuove economie emergenti. Si tratta di una forza esorbitante rispetto alle nostre capacità, almeno in Europa, di regolarla con gli strumenti tradizionali. E un problema, come ha detto Gros-Pietro, di diplomazia economica, di grande politica internazionale. E dobbiamo anche prepararci a questo cambio di paradigma che probabilmente, da qui a 30 o 40 anni, ci porterà a vedere un nuovo ordine globale, con altri Paesi a occupare la scena.

Forse aveva ragione Alain Touraine quando ha scritto che: «Una rivoluzione sta avvenendo sotto i nostri occhi ma non abbiamo trovato ancora il paradigma per interpretarla». Bisognerà continuare a cercarlo.

Franco Locatelli