

**Bilanci.** A un anno dall'acquisizione, due terzi delle aziende fanno registrare performance negative

# Quando i fondi sovrani fanno flop

di **Bernardo Bortolotti** \*

**A** una tavola rotonda dell'Ocse, Gao Xiqing, Ceo del fondo sovrano cinese, ha commentato con una battuta la richiesta di maggiore trasparenza proveniente dai Paesi occidentali: «Faremo del nostro meglio, ma tenete comunque presente che in Cina la trasparenza non è considerata un problema da almeno 5mila anni!». Al di là delle battute, quello della trasparenza dei fondi sovrani è un problema serio. I fondi sovrani sono un'opportunità per risolvere aziende in cattive acque, ma quali sono i loro veri obiettivi? Si possono considerare alla stessa stregua dei grandi investitori istituzionali, oppure agiscono con finalità politiche per acquisire il controllo di settori strategici dei Paesi?

Nell'attesa che i Paesi emergenti superino il loro retaggio culturale, alcune ricerche recenti fanno chiarezza su che cosa sono esattamente i fondi sovrani, come investono e con quali risultati. Un fondo sovrano (Swf) è un insieme di cespiti controllati da un Governo a cui non corrispondono passività esplicite e che vengono investiti per realizzare nel lungo termine un rendimento superiore al tasso *risk free*. La fonte dei cespiti può essere di natura diversa, dai ricavi della vendita di risorse naturali nei Paesi esportatori di petrolio, alle riserve accumulate grazie agli avanzi commerciali e di bilancio realizzati ad esempio a Singapore e in Cina.

Partendo da questa definizione, uno studio recente di Chris Balding dell'Università di Irvine (Usa) solleva il velo dal portafoglio di alcuni dei

principali Swf, sfatando alcuni miti. Primo, l'allocatione geografica dei loro portafogli mostra una chiara preferenza per l'investimento domestico. La percentuale media di asset investiti all'interno dei propri confini da parte dell'Abu Dhabi Investment Corporation, del Temasek e del Gic di Singapore supera il 70%, il che li qualifica più come attori dello sviluppo locale piuttosto che i nuovi *barbarians at the gate*.

Secondo, diversificano i rischi utilizzando titoli azionari, titoli a reddito fisso e strumenti alternativi, con portafogli bilanciati in cui la quota azionaria non supera il 40 per cento. Naturalmente, queste ricerche fotografano la situazione attuale. Secondo alcune stime, il controvalore degli asset dei Swf supererà i 12 mila miliardi di dollari nel 2015, ma soltanto una frazione modesta di questi asset sarà destinata a investimenti azionari *cross border*.

Uno studio ancor più recente della Fondazione Eni Enrico Mattei e dell'Università dell'Oklahoma ha condotto la prima analisi sistematica sull'impatto finanziario dell'investimento dei Swf sulle società target, con risultati interessanti. Studiando un campione di operazioni condotte da 16 Swf negli ultimi 20 anni, si scopre che gran parte dell'investimento si è concentrato nel settore finanziario e che le partecipazioni sono significative (in media pari al 14% e con un controvalore pari a 620 milioni di dollari), anche se raramente di controllo. La maggior parte delle operazioni sono *privately negotiated purchases*, trattative dirette fuori dal mercato spesso associate ad aumenti di ca-

pitale o trasferimenti di azioni proprie. Ma il risultato più sorprendente dell'analisi riguarda la performance finanziaria delle società acquisite. Si registra una reazione generalmente positiva del prezzo nel giorno dell'annuncio dell'operazione (pari a circa l'1%), seguita però da un sistematico peggioramento della performance nel lungo termine. Due terzi delle società del campione presentano rendimenti negativi rispetto al benchmark nel corso dell'anno successivo all'ingresso del Swf, con un rendi-

mento negativo medio del 18,17 per cento.

Naturalmente, si tratta di analisi condotte su un campione limitato e non possiamo ancora trarre conclusioni definitive. Questo risultato non è comunque ascrivibile alla disastrosa performance del comparto finanziario dell'ultimo semestre, poiché le operazioni più recenti non sono nel campione. Se non crediamo alla sfortuna, una spiegazione semplice di questi risultati è che i gestori dei Swf non abbiano ancora maturato l'esperienza professionale per essere efficaci nello *stock picking*. Un'interpretazione più profonda chiama in causa un possibile peggioramento della governance delle società target acquisite da un fondo sovrano, socio rilevante in termini di quote ma per sua natura passivo e quindi non in grado d'indurre il management a massimizzare il valore. Infine, non si può nemmeno escludere che, nonostante gli obiettivi dichiarati, la finalità ultima dell'investimento dei Swf non sia finanziaria, ma politica, e di conseguenza che i rendimenti di borsa siano del tutto irrilevanti. Ai fondi sovrani l'onere di provare il contrario.

\* Direttore della Fondazione Eni Enrico Mattei

## MITI INFRANTI

Un'indagine-campione della Fondazione Eni Enrico Mattei rivela che le società su cui hanno investito i Swf hanno perso oltre 18% del loro valore iniziale

