

## Rally di breve quando entra, ma sul lungo termine l'impatto è scarso

di Alberto Quadrio Curzio e Valeria Miceli

**G**li investimenti / disinvestimenti dei Fos (fondi sovrani), analogamente a quelli di altri grandi investitori, sono potenzialmente in grado di influenzare i prezzi dei titoli a seconda delle dimensioni e della struttura della transazione in oggetto e del modo in cui essa è comunicata al mercato o da esso percepita. Iniziamo considerando due studi del 2008, uno di Jason Kotter e Ugur Lel, «Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets», l'altro di Veljco Fotak, Bernardo Bortolotti e Bill Megginson, «The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies». La complessità di queste analisi consente di proporre qui solo una sintesi.

**Kotter e Lel analizzano l'evidenza empirica** relativamente alla reazione del mercato dei titoli agli annunci di investimenti da parte dei Fos; all'impatto del livello di trasparenza dei Fos sulle reazioni del mercato; all'effetto sulla performance operativa delle aziende dopo l'investimento dei Fos. Essi si basano su un campione di 163 investimenti diretti in 135 aziende (estratti dal database Factiva periodo 1980-2008), sia in titoli azionari che a reddito fisso, da parte dei Fos in 28 Paesi nel mondo. Consideriamo, di seguito, i tre aspetti.

1) I mercati reagiscono agli investimenti dei Fos nei due giorni a cavallo dell'annuncio con un aumento del rendimento medio dei titoli analizzati del 2,1%. L'effetto annuncio, oltre a essere economicamente significativo, lo è anche statisticamente. Esso inoltre non è di breve periodo, nel senso che i titoli in oggetto continuano a sperimentare un rendimento fuori norma nei 20 giorni seguenti l'annuncio. Ciò significa che i segnali che i inviano al mercato sono significativi. L'effetto è stato anche misurato nel caso dei disinvestimenti su un campione più piccolo (12 aziende), il quale evidenzia un impac-

to negativo statisticamente significativo che conferma la precedente analisi.

2) Il livello di trasparenza dei fondi, secondo questo studio, svolge un ruolo fondamentale nel determinare la reazione dei mercati all'annuncio di acquisto. Utilizzando lo scoreboard da Truman nel 2008, Kotter e Lel rilevano che le aziende target sperimentano un incremento dei rendimenti medi maggiore quando il fondo è più trasparente.

3) La corporate governance, la profittabilità, la crescita dell'azienda target non cambiano significativamente nei tre anni seguenti l'investimento da parte dei Fos in rapporto a un campione di controllo. Ciò significa che i Fos non fanno aumentare il valore di lungo periodo delle aziende acquisite probabilmente perché sono mediamente investitori passivi.

Fotak, Bortolotti e Megginson hanno analizzato 75 acquisizioni di partecipazioni azionarie da parte di 16 Fos in 62 società quotate presenti in 23 Paesi con riferimento al periodo 1989-2008, attingendo dal database Securities Data Company, dalla stampa economica e dai siti internet dei fondi stessi. Secondo questo studio l'impatto dell'annuncio di acquisizione dei Fos sul rendimento dei titoli azionari target nel breve periodo (i giorni a cavallo dell'annuncio) è positivo (1%) anche se inferiore a quello calcolato nello studio di Kotter e Lel. Al contrario il rendimento dei titoli nei due anni successivi all'acquisizione peggiora. I Fos avrebbero perciò un impatto negativo sulla profittabilità di medio termine delle aziende acquisite a differenza di quanto mostrato nel lavoro di Kotter e Lel.

**Possiamo concludere** che gli

studi citati, come altri richiamati in bibliografia, convergono su un impatto positivo di breve termine sul prezzo delle azioni dell'azienda target a seguito dell'annuncio di acquisizione da parte dei Fos, mentre l'evidenza empirica sull'impatto dell'acquisizione dei Fos sulla performance dei titoli nel medio e lungo periodo non è univoca. Consideriamo anche il già citato studio di Kern che ha verificato l'impatto degli acquisti dei Fos in nove operazioni finanziarie di investimenti in Deutsche Bank, Citigroup, Ubs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Credit Suisse, Barclays Bank, selezionate come le più rilevanti nell'anno della crisi dei subprime (a cavallo tra metà 2007 e metà 2008), per valutare gli effetti degli investimenti dei Fos nel settore bancario e finanziario. Dallo studio emerge che la forte tendenza al ribasso dei prezzi del settore nel periodo considerato non è stata interrotta dagli investimenti dei Fos, che non sembrano avere avuto effetti rilevanti né duraturi sui prezzi dei titoli analizzati nei 30 giorni precedenti e successivi la transazione. Anche laddove degli impatti possono essere identificati, non è univoca la direzione. Rimane, tuttavia, non risolto di cosa sarebbe successo se non fossero intervenuti i Fos.

Un'altra tipologia di impatto che i Fos possono provocare sui mercati finanziari riguarda il livello medio di propensione al rischio degli operatori che a sua volta incide sui premi per il rischio. È infatti ragionevole ritenere che i Fos, nonostante si caratterizzino per strategie e propensioni al rischio diverse, contribuiscano all'innalzamento della propensione media al rischio nei mercati finanziari globali. Secondo Stephen Jen e David Miles, di Morgan Stanley, ciò determinerà, nei prossimi 10 anni, una diminuzione del rendimento dei titoli azionari e un incremento di quelli dei titoli a reddito fisso. Ovviamente questi effetti potranno essere contrastati o aggravati da fattori concomitanti, tra cui la stessa crisi finanziaria. (riproduzione riservata)

← I fondi sovrani

I fondi sovrani

