

Premiate le società che hanno scelto la via del collocamento

DI **BERNARDO BORTOLOTTI**

Operazioni recenti come quelle di Terna e di Enel3 dimostrano chiaramente che il risparmiatore italiano, nonostante alcune delusioni, è ancora pronto a cogliere le opportunità di investimento offerte dalle nostre dismissioni. Ma conviene davvero investire nelle azioni delle società privatizzate?

Ovviamente questa domanda non ha una risposta univoca, dal momento che qualsiasi strategia di investimento deve essere definita sulla base del profilo rischio-rendimento desiderato. Con questo (e molti altri) caveat, alcune indicazioni di carattere generale emergono dagli studi internazionali più recenti sulla performance finanziaria e operativa delle società privatizzate.

In primo luogo, si è dimostrato che i titoli delle privatizzate danno in media buoni risultati nel lungo periodo grazie soprat-

tero peso nei portafogli di piccoli e grandi investitori.

Il Privatization Barometer muove un passo in questa direzione presentando una serie di indici che hanno per componenti i titoli delle società privatizzate della Vecchia e Nuova Europa. In aggiunta al PB Index Composite, sono stati costruiti due indici regionali (Old e New Europe) e cinque sotto-indici settoriali. Tutti gli indici sono ponderati per la capitalizzazione e calcolati in modo del tutto simmetrico a benchmark tradizionali quali gli indici Dow Jones Stoxx.

Gli indici PB mostrano in generale una buona performance: cento euro investiti nel Composite all'inizio del 2004 varrebbero oggi circa 116, ma ne varrebbero ben 154 se investiti nelle privatizzate della Nuova Europa. L'analisi dei rendimenti relativi rivela un fatto forse ancor più sorprendente: con l'eccezione

del PB Index Telecom, tutti gli indici costituiti unicamente di titoli di privatizzate battono i rispettivi benchmark. Particolarmente significativi gli scostamenti dagli indici di riferimento del PB New Europe (13,5%), e dei setto-

riali Oil&Gas e Utilities (rispettivamente 8,6 e 7,2%).

Elevati rendimenti possono essere semplicemente il compenso per una rischiosità dell'investimento altrettanto elevata. È quindi fondamentale riportare i rendimenti alla rispettiva volatilità. Sui 18 mesi, gli Sharpe ratio calcolati per gli indici PB evidenziati in precedenza (New Europe, Oil&Gas e Utilities) mostrano la più elevata performance anche corretta per il rischio, restituendo valori che vengono considerati di tutto rispetto nell'industria del risparmio gestito. Lo stesso indice PB Composite, pur battendo il suo benchmark solo di un punto percentuale, guadagna ora diverse posizioni negli indicatori che tengono conto della volatilità, evidenziando quindi un profilo rischio-rendimento particolarmente interessante.

Sono ovviamente necessarie analisi più approfondite per valutare pienamente la redditività dell'investimento azionario nelle privatizzate. L'analisi ci porta comunque a concludere che nel corso del 2004 «Etf» costruiti sulle privatizzate presenti nei listini d'Europa avrebbero regalato qualche soddisfazione al risparmiatore.

*Università di Torino
e Fern PB Coordinator

*I rendimenti battono spesso
i benchmark, soprattutto
nell'Europa Orientale,
nell'energia e nelle utilities*

tutto al forte *underpricing* che spesso accompagna i collocamenti e ad altri incentivi quali ad esempio la bonus share. Sul piano gestionale, si è poi osservato che la quotazione in Borsa di una società pubblica ha un forte impatto sugli incentivi del management, con ricadute importanti sull'efficienza e sulla creazione di valore. Dallo studio della *governance*, è emerso che le privatizzazioni totali sono rare e che lo Stato tende a permanere come azionista di riferimento nonostante la privatizzazione. Questa riluttanza a cedere il controllo non viene però scontata negativamente sulle quotazioni, ma vista piuttosto come fattore di stabilità e fonte di possibili benefici. Infine, si osserva una elevata concentrazione di società privatizzate nei comparti dell'energia, delle telecomunicazioni e delle utilities, in cui i prezzi sono sì determinati dalle forze di mercato ma anche dal quadro regolatorio, che certamente contribuisce a contenerne la volatilità.

Per queste ragioni, le privatizzate forniscono opportunità di investimento interessanti. Certo esse rappresentano una categoria particolare del listino. È quindi utile valutarle attentamente le caratteristiche di rischiosità e rendimento per stabilire al meglio il