

# Investeringen van Sovereign Wealth Funds

In de vergelijking van het rendement van investeringen door Sovereign Wealth Funds blijkt dat zij slechter renderen dan investeringen van andere beleggers. Vooral op middellange termijn zijn de verschillen aanzienlijk.

**D**e *Sovereign Wealth Funds* (SWF's) zijn instellingen die namens een overheid kapitaal beleggen in buitenlandse activa, zoals in aandelen van beursgenoteerde bedrijven (DNB, 2007). Overheden die bijvoorbeeld veel grondstoffen exporteren en de daarmee verworven middelen niet in het eigen land willen investeren, zetten een SWF op om middelen elders te laten renderen. Intussen zijn er tientallen SWF's. In de ontvangende landen wordt wel op mogelijke risico's gewezen, zoals financiële instabiliteit en ongewenste invloed in strategische sectoren als energie, telecom en defensie. Onderzoek naar de vraag hoe goed de investeringen van SWF's daadwerkelijk renderen is er nauwelijks geweest. Investeringen door SWF's in de financiële sector kennen een bijzonder marktverloop. Zo renderen ze slechter dan investeringen door andere partijen.

SWF's spelen een steeds belangrijkere rol in buitenlandse investeringen en beleggingen (Gregson, 2007). Ze vinden hun oorsprong vooral in Azië en het Midden-Oosten. Deze fondsen beheren grote sommen geld: volgens een schatting van december 2008 gaat het om een geaggregeerd vermogen van 3,3 biljoen dollar (Maslakovic, 2008), wat ongeveer drie procent van de waarde van alle wereldwijd aanwezige financiële activa uitmaakt in september 2007). Investeringen door SWF's zetten nogal eens aan tot een verhit debat. De media, maar ook politieke en economische actoren, zijn soms negatief gestemd en wijzen op risico's van een te grote buitenslands invloed op strategische sectoren (Gregson, 2007) en een gebrek aan transparantie bij SWF's (Summers, 2007).

## Data en analyse

Onderzoek naar investeringen door SWF's heeft tot op heden slechts zeer beperkt plaatsgevonden. Dit artikel biedt, in tegenstelling tot eerder onderzoek (Fotak *et al.*, 2008), een analyse voor een enkele sector, en wel de financiële sector, omdat SWF's een groot deel van hun buitenlandse investeringen hierin hebben gedaan. In 2007 kwam 63,8 procent van het door SWF's geïnvesteerd kapitaal in de financiële sector terecht (Dow Jones Newswire, 21 oktober 2007). Gegeven de huidige situatie op de financiële

markten en de problemen waarin een aantal banken verzeild zijn geraakt zijn, is de keuze voor de beperking tot de financiële sector opportuun. Daarnaast kunnen sectorspecifieke effecten op de uitkomsten worden uitgesloten.

Zoals te doen gebruikelijk is gekeken naar de effecten van een deelname op de aandelenkoers op basis van een analyse van de cumulatieve abnormale opbrengsten (rendement van een bepaald aandeel of portfolio van aandelen afwijkend van het beursgemiddelde). Zijn er cumulatieve, abnormale opbrengsten van de investering op korte termijn (marktperceptie) en middellange termijn (*bank performance*) vast te stellen? Fotak *et al.* (2008) tonen dat op korte termijn SWF-investeringen beter renderen dan het gemiddelde van alle investeringen, een positief rendementseffect, maar dat op middellange termijn het rendement slechter dan gemiddeld is. Voor de banksector echter blijken de resultaten anders te zijn.

Er is een dataset gebruikt van alle wereldwijd publiek genoteerde banken, waaronder vooral Amerikaanse banken, die, om een vergelijking mogelijk te maken, een investering van zowel een SWF als een andere kapitaalverstrekker ontvingen in de periode van 2006–2008. Voor het kortetermijnrendement zijn 24 SWF's vergeleken met twintig andere kapitaalverstrekkers; voor het langetermijnrendement zijn vijftien SWF's vergeleken met veertien overige kapitaalverstrekkers. De datum en grootte van de aankondiging van de investering, en de aandelenkoersen van de bank tijdens de relevante intervallen zijn vastgesteld. Om effecten op korte termijn te bepalen is een onderzoeksperiode van zeven dagen genomen: vijf dagen voor tot twee dagen na de datum van aankondiging. Om te bepalen of op middellange termijn cumulatieve abnormale opbrengsten aanwezig zijn, werd de beurswaarde van de aandelen op verschillende momenten bepaald: hiervoor werden periodes van vijftig, honderd, honderdvijftig en tweehonderd dagen na de investering gekozen.

## Resultaten

Voor een aankondiging van een kapitaalinjectie door een SWF is het rendement van een aandeel waarin een SWF investeert lager dan een aandeel waarin een andere partij investeert. Alleen op het moment van de aankondiging zelf zit de koers even op hetzelfde niveau, om daarna weer naar zijn normaalmaatse niveau af te zakken. De t-toets geeft aan dat dit verschil in rendement significant is, behalve in

**WILFRED DOLFSMA,**  
**RENE VAN DER EIJK,**  
**ELVIRA SOJLI EN**  
**HASSAN YASSINE**  
Hoogleraar aan de Rijks-  
universiteit Groningen,  
onderzoeker, onderzoeker  
en student aan de Erasmus  
Universiteit Rotterdam

Figuur 1

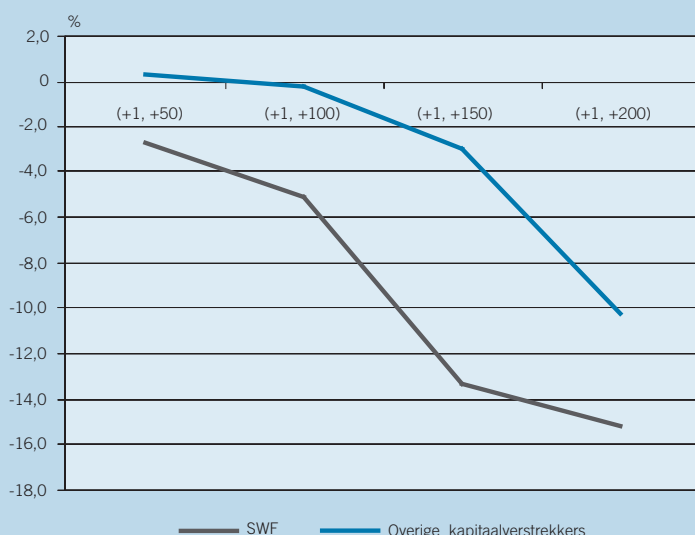
Cumulative abnormale opbrengsten van SWF-investeringen in de dagen rond de aankondiging.



Bron: Factiva, Lexis Nexis, SWF radar institute, publicaties door SWFs en investeerders, Thomson one banker en datastream

Figuur 2

Cumulative abnormale opbrengsten op middellange termijn.<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Rendement over de periode van 1 dag na bekendmaking tot 50, 100, 150 en 200 dagen na bekendmaking van de deelname van een SWF in een bank.

Bron: Factiva, Lexis Nexis, SWF radar institute, publicaties door SWFs en investeerders, Thomson one banker en datastream

de fase van een dag voor tot een dag na ( $t = -1$  tot  $t = 1$ ) de datum van aankondiging (figuur 1). Rond de aankondiging zijn beleggers wellicht even positief verrast door de deelname, waardoor de koers oploopt. Dat tijdelijke positieve sentiment van de gemiddelde belegger is ook bekend uit literatuur over fusies en overnames (Schenk, 2008). Na de aankondiging van de investering loopt de koers echter al weer snel omlaag. De markt lijkt SWF-investeringen als een groter risico te zien: het gemiddeld rendement van de banken waarin SWF's investeerden ligt lager en rendementschommelingen zijn groter. Dit is mogelijk omdat aan investeringen door SWF's, met name in de Verenigde Staten waar het grootste deel van deze investeringen hebben plaatsgevonden, wettelijke beperkingen kunnen worden opgelegd. Wanneer een SWF een controlerend belang verkrijgt in een strategisch belangrijke sector, kan de *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) ad-hocregels opleggen met betrekking tot de uitvoer van de transactie. Zo kan in het uiterste geval de deelname geblokkeerd of teruggedraaid worden. Overige investeerders zijn wellicht in hogere mate geïntegreerd

in of vervlochten met het financiële systeem, waardoor informatie over hun deelname eerder bekend is en informatie over hun interesse deels al voor de onderzoeksperiode is verwerkt in de aandelenkoers. Ook op middellange termijn zijn de verschillen in de ontwikkeling van de aandelenkoers opvallend (figuur 2). SWF-investeringen laten een statistisch significant lager rendement op middellange termijn zien: -15,27 procent tegenover -10,37 procent voor overige investeerders. 81 procent van de banken waarin SWF's investeerden, bleek al in de honderd dagen voorafgaand aan de kapitaalinjectie een veel sterker afnemende aandelenkoers te hebben dan de banken van overige investeerders (57 procent). Wellicht schatten SWF's het risico minder goed in dan andere partijen in de financiële markt, of zijn ze minder risicomijdend. Het kan ook zijn dat andere partijen het deelnemen van SWF's als een slecht teken voor de waarde van het bankaandeel zien. Ten slotte kan het zo zijn dat een SWF te veel beperkt wordt door restricties die het opgelegd krijgt, waardoor het niet rechtstreeks wijzigingen in het (falend) beleid van een bank kan afdwingen.

## Conclusie

Analyse van de ontwikkeling van de aandelenkoers van banken die al dan niet een kapitaalinjectie van Sovereign Wealth Funds (SWF's) ontvingen, laat een aantal opvallende en voor management en beleidsmakers interessante uitkomsten zien. Het rendement van overige investeerders in banken is significant hoger dan dat van SWF's, ook al is het rendement van beide op middellange termijn negatief. De negatieve publieke opinie en beperkingen die SWF's treffen wanneer zij investeren kunnen hier mede een verklaring voor zijn. SWF's zijn wellicht bereid meer risico's te aanvaarden. De met name door de Amerikaanse overheid opgelegde restricties voor SWF's, waardoor zij het bestuur van hun investeringsobjecten niet direct mogen beïnvloeden, zouden voor hen wel eens erg belastend en duur kunnen zijn.

## LITERATUUR

- DNB (2007) Financiële stabiliteit: vormen Sovereign Wealth Funds een bedreiging? In: DNB (red.) *Kwartalbericht september 2007*. Amsterdam: DNB.
- Fotak, V., B. Bortolotti en W. Megginson (2008) *The financial impact of Sovereign Wealth Fund investments in listed companies*. University of Oklahoma werkdokument.
- Gregson, J. (2007) *Sovereign Wealth Funds, the new global power*. *Global finance*, 4(12), 36-39.
- Maslakovic, M. (2008) *Sovereign Wealth Funds 2008*. Londen: International Financial Services.
- Schenk, H. (2008) *Firms, managers and restructuring*. In: Dolfisma, W. en J. Davis (red.) *Companion to social economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Summers, L. (2007) *Sovereign Wealth Funds shake the logic of capitalism*. *Financial Times*, 30 juli 2007.