Gatti Pavesi Bianchi

IL SOLE 24 ORE
18 Luglio 2019
Quotidiano

I FORUM DEL SOLE
Piazza Affari nel mirino

Anche in Italia il fenomeno dell'attivismo si è imposto di prepotenza al grande pubblico con l'ingresso del fondo americano nel consiglio Telecom. Su rischi e opportunità di questo genere d'investitori gli operatori si dividono

Elliott&Co, dai fondi attivisti un test per regole e governance

Antonella Olivieri

Il fenomeno dell'attivismo si è imposto di prepotenza al grande pubblico con l'ingresso del fondo Elliott nel consiglio Telecom. «Barbarians in the boardroom», dal titolo del libro di Owen Walker che descrive le battaglie dei fondi attivisti per la conquista delle più potenti società, per la prima volta in Piazza Affari. Un mondo che si è trovato in qualche modo impreparato ad affrontare il salto di qualità, pur avendo sperimentato la dialettica del mercato per le iniziative dei pionieri del settore (in questo senso in Italia si è distinto Amber) e per la presenza nei board dei consiglieri di minoranza espressi dai fondi. Il punto è che spesso il controllo è sotto la soglia dell'Opa e il ribaltamento delle gerarchie in cda ha sollevato dubbi sull'esigenza di aggiornare le regole. Un tema che divide. Come emerge chiaramente dal forum organizzato da *Il Sole 24 Ore*, in collaborazione con lo studio Gatti, Pavesi, Bianchi, che ha lasciato aperta la domanda iniziale: i fondi attivisti sono un rischio o un'opportunità?

Sul tavolo il tema del voto di lista e la necessità di allineare gli interessi della società con quelli di tutti i soci

Barbarians in the boardroom

Dai «Barbarians at the gate» del 1989 si è passati ai «Barbarians in the boardroom» del 2016, da un'epoca in cui si celebravano le virtù della contendibilità e del debito, con la conseguenza di un enorme sviluppo della leva, a un'epoca in cui i fondi attivisti sono entrati nei board. Aprendo, secondo Francesco Gatti, partner dello studio legale Gatti, Pavesi, Bianchi, «tematiche delicate». «Intendiamoci, i barbarians nel mondo anglosassone sono gli "animal spirits", quindi "roba buona"», sottolinea. Se da una parte aumentano i controlli e gli strumenti di pressione sul management, dall'altra l'effetto collaterale è che «le battaglie si trascinano dalle assemblee ai cda». Oltretutto in Italia, «il tema è suscettibile di avere un impatto molto rilevante per effetto del voto di lista, perché non c'è bisogno di investire molto per mettere a repentaglio la proprietà». Quale l'effetto della trasformazione dell'ecosistema? «È l'effetto darwiniano che guida l'evoluzione delle specie o è l'effetto del pesce siluro che ha divorato gli altri pesci e poi ha cominciato a scomparire perché non c'era più nulla da mangiare?».

Ma il mercato ormai è private

L'industria dell'asset management, osserva Alessandro Penati, editorialista del Sole, si è sviluppata negli ultimi anni con caratteristiche che «precludono l'attivismo». I fondi indicizzati, che sono la gran parte, «non sono interessati alla gestione attiva», che è così diventata sempre più appannaggio dei fondi private. Oggi la Borsa «ha perso molta rilevanza per la raccolta dei capitali e i cambiamenti nella struttura societaria e industriale». La vera contrapposizione, perciò, è tra mercato private e mercato public. «Credo che una grossa responsabilità sia anche della regolamentazione che ha reso gli adempimenti delle quotate e dei suoi amministratori eccessivamente onerosi».

Su ilsole24ore.com

SUL WEB
Nei prossimi giorni sul sito la versione integrale del Forum sui fondi attivisti

Professione attivista

Giorgio Furlani è portfolio manager di Elliott Advisors UK: «Il nostro obiettivo è creare valore per i nostri investitori e incrementare quello delle società in cui siamo investiti. All'inizio si tratta di un processo di engagement in cui ci impegniamo a dialogare con i principali stakeholder, i consiglieri e il management, per colmare i gap che abbiamo individuato. Cerchiamo sempre di essere costruttivi e di arrivare a esiti positivi per tutti». Tradotto: lo scontro non è l'obiettivo. Se i fondi indicizzati aumentano di peso, questo «assegna agli azionisti orientati all'engagement una responsabilità ancora maggiore nell'esercizio del loro ruolo di "peso e contrappeso", essenziale per promuovere accountability e una creazione di valore sostenibile». Per Furlani «l'attivismo non è una partita a somma zero. Se ne beneficiamo noi, al tempo stesso anche tutti gli altri azionisti traggono vantaggi dalla crescita di valore».

A difesa del voto di lista

Amber Capital ha investito in Italia una parte importante dei suoi asset nella convinzione - spiega Arturo Albano, responsabile corporate governance - che il sistema di corporate governance sia «all'avanguardia» e offra agli investitori «maggiori tutele». «Il fiore all'occhiello, e comunque lo strumento più conosciuto e apprezzato dagli investitori esteri - osserva - è sicuramente il voto di lista, che ha consentito di aumentare la competenza, la diversità, il confronto all'interno dei cda», portando così a prendere «decisioni migliori». Per questo - sottolinea - «sono preoccupato quando sento criticare il voto di lista: tutto è perfettibile, ma credo che debba essere mantenuto». Se c'è qualcosa da ripensare, secondo Albano, è piuttosto «sulla verifica dell'effettiva indipendenza degli amministratori».

L'onere della buona governance

C'è anche un'attività di governance che interviene sull'efficienza complessiva del sistema, che è tipica dei gestori, ricorda Fabio Galli, direttore generale di Assogestioni. «Serve a far funzionare bene le imprese nella loro ordinarietà, evitando che si crei un disallineamento tra management, azionista di controllo e azionisti. Il voto di lista di minoranza è a garanzia di questo processo di governance, meno visibile ma importantissimo per mantenere la giusta direzione». E non è escluso che si arrivi al momento in cui «un presidente senza deleghe, indipendente alla nomina, venga scelto dal cda anche tra chi è stato nominato dalla minoranza».

Il voto non è prova di concerto

Il fatto che i "barbari" siano entrati nelle stanze dei cda «è di per sé positivo, se questo porta valore aggiunto», secondo il commissario Consob Carmine Di Noia, che sottolinea come il voto di lista sia stato «uno strumento micidiale nel cambiare i board e la dialettica al loro interno, che naturalmente deve sempre essere positiva». Tuttavia - aggiunge Di Noia - «l'esperienza di questi anni mi porta a ritenere che anche il voto di lista andrebbe affinato: c'è da ragionare sul tema del concerto, sui patti di sindacato e quant'altro». Per Consob «vale la presunzione di non concerto per il voto di lista, quando viene presentata una lista che punti a nominare meno della metà degli amministratori». Comunque «cerchiamo di non andare verso un sistema in cui l'espressione di voto convergente sia di per sé sintomo di concerto».

Accountability e trasparenza

Chi ha «molti dubbi» sul voto di lista è Carlo Pavesi, partner dello studio Gatti, Pavesi, Bianchi. «È un sistema che tende a introdurre forme di cooptazione e anche di "scambio" molto discutibili». I fondi attivisti sono «una categoria molto vaga», «ma la cosa che mi incuriosisce di più è quali sono le logiche che li portano a investire in una società». «Credo che debbano valere due principi: accountability e trasparenza. A volte gli attivisti definiscono le questioni privatamente con la società in una condizione che non è necessariamente sotto gli occhi del mercato». L'attivismo in Italia «mi pare ancora immaturo rispetto a come è poi evoluto» e poi «siamo sicuri che ci siano così tanti asset quotati da giustificare un interesse così forte di questi fondi?».

Un attivista per amico

Retelit, spiega il suo ad, Federico Protto, è una media public company, con buona liquidità di scambi, sana e con potenzialità. Caratteristiche che hanno attratto l'attivista tedesco Shareholder value management, presente nel capitale, tramite il fondo Axxion, col 9,9%, e in cda con un consigliere. «Con loro abbiano instaurato un dialogo positivo, che è stato anche un confronto tra visioni diverse, quella industriale e quella finanziaria», racconta. C'è l'opportunità di promuovere un cambiamento per migliorare la struttura del capitale e il rendimento della società. «L'importante è implementare misure market friendly o anche share price friendly, che però abbiano anche una chiara valenza industrial».

La conclusione del rugbista

Cattolica - come spiega il suo ad Alberto Minali - è «l'unica cooperativa assicurativa quotata in Europa, con il sistema monistico e Berkshire (il fondo di Warren Buffett) nel nostro capitale». Buffett, che ha declinato l'invito a entrare in cda, è stato «tutt'altro che attivista, ha dato fiducia al management e ha accompagnato l'azienda in un percorso di crescita». Dopo Buffett sono poi entrati altri fondi Usa. «Nella mia esperienza ho potuto osservare che gli attivisti hanno spesso dato un grande contributo alla governance, mentre per le scelte industriali ho trovato il loro intervento molto meno ficcante». Se è legittimo chiedersi se gli attivisti rappresentino tutti gli stakeholder, la conclusione è però un auspicio: «Quando sento parlare di barbari penso ai Barbarians, che sono la squadra più bella di rugby, formata da tutti i giocatori delle squadre inglesi, che giocano insieme per la bellezza del rugby. Speriamo che gli attivisti facciano lo stesso e cerchino, ciascuno con la propria maglia, di adoperarsi per la bellezza della governance del mercato dei capitali».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I fondi e le campagne

Operazioni lanciate da fondi attivisti per anno, con il numero (e la quota % sul totale) di investitori che hanno agito per la prima volta da attivisti

Fonte: Lazard

MAILANDER
Progetti di Comunicazione

I PROTAGONISTI DEL FORUM

ARTURO ALBANO
Responsabile corporate governance Amber Capital

REGOLE DA DIFENDERE
Sotto il profilo della corporate governance l'Italia è alloavanguardia e offre agli investitori azionisti di minoranza maggiori tutele rispetto ad altri Paesi

CARMINE DI NOIA
Commissario Consob

LA NORMA DA RIVEDERE
L'esperienza di questi anni mi porta a ritenere che anche il voto di lista andrebbe affinato ad esempio c'è da ragionare su tema del concerto e sui patti c sindacato

GIORGIO FURLANI
Portfolio manager di Elliott Advisors Uk

BENEFICI PER TUTTI
L'attivismo non è una partita a somma zero: se ne beneficiamo noi, anche tutti g altri azionisti traggono vantaggi dalla crescita in valor della società

FABIO GALLI
Direttore generale Assogestioni

LA SPINTA DEGLI ISTITUZIONALI
Fondi comuni e fondi pension possono contribuire a «evitare che si crei un disallineamento di interessi tra management, azionista di controllo e pubblico degli azionisti»

FRANCESCO GATTI
Studio Gatti, Pavesi Bianchi

IL VOTO DI LISTA
In Italia il tema è suscettibile di avere un impatto molto rilevante per effetto del voto di lista: non c'è bisogno di investire moltoper mettere a repentaglio la proprietà

ALBERTO MINALI
Consigliere delegato Cattolica Assicurazioni

DOPPIO GIUDIZIO
Gli attivisti hanno spesso dato un grande contributo alla governance delle aziende, mentre per le scelte industriali ho trovato il loro intervento molto meno ficcante

CARLO PAVESI
Studio Gatti Pavesi Bianchi

IL NODO DELL'INFORMAZIONE
C'è un problema di accountability e trasparenza: a volte gli attivisti definiscono le questioni privatamente con la società e non necessariamente sotto gli occhi del mercato

ALESSANDRO PENATI
Presidente Qaestio Capital Management

IL RUOLO DEL PRIVATE EQUITY
Oggi sono soprattutti fondi private (sia equity che debito) ad avere «il tempo per sostenere una riorganizzazione societaria e/o cambiamenti di governance»

FEDERICO PROTTO
Consigliere delegato Retelit

UN DIALOGO COSTRUTTIVO
Con il fondo Axxion abbiamo instaurato un dialogo positivo, un confronto tra visioni diverse: quella industriale e quella finanziaria

Elliott&Co, dai fondi attivisti un test per regole e governance

Il dibattito al Sole. Nella sala Acquario de Il Sole 24 Ore, dove tutti i giorni si progetta il quotidiano, si è svolto il confronto di due ore sul tema "Fondi attivisti: rischio opportunità?"

Il confronto. I lavori, introdotti dal direttore Fabio Tamburini, hanno visto un acceso dibattito tra operatori, regolatori ed economisti

Elliott&Co, dai fondi attivisti un test per regole e governance