



FONDI ATTIVISTI | Amber, Algebris, K Capital, e tanti altri. Anche nel capitale delle società italiane si moltiplica la presenza di gestori guidati da logiche shareholder value aggressive. Pregi e difetti in uno studio Ocse *di Luca Fornovo*

I BARBARI DENTRO I SALOTTI DELLA FINANZA

Un assaggio di cos'è un fondo attivo nel nostro Paese lo avevamo già avuto più di tre anni fa. Il pioniere italiano degli activist si chiamava Carlo Gentili (*vedere intervista a pagina 36*). Il partner della Sgr indipendente Nextam fu l'unico italiano a votare contro la fusione Olivetti-Telecom, bocciandola per un concambio, ritenuto per nulla congruo. Da allora altri «barbari» hanno provato a profanare i santuari della finanza, da Generali a Mediobanca, fino alle «immacolate» Popolari. Hanno preso d'assalto la *governance*, attaccando i vertici delle aziende e in molti casi hanno chiesto anche le dimissioni dei top manager. Hanno suggerito o magari imposto un'acquisizione. Tutto nel nome della performance. Già perché, è bene dirlo subito, gli attivisti non sono dei santi: con un occhio guardano alle strategie per migliorare una società sia sotto il profilo industriale, sia sotto quello finanziario, ma l'altro occhio è sempre rivolto al guadagno in Borsa e alla moltiplicazione dei profitti.

I fondi «barbarici»

Già lo scorso ottobre Umberto Mosetti, a capo del fondo americano Amber Capital in Italia, si era messo in luce con una lettera a Bpm lasciando intendere che non sarebbe stata gradita un'alleanza

dell'istituto popolare milanese con il gruppo assicurativo Unipol. Ma la vera scossa degli *activist* al capitalismo italiano è arrivata lo scorso novembre da Davide Serra. L'analista prodigio, cresciuto nella City occupandosi di banche per Morgan Stanley, è da oltre un anno il «comandante» del fondo Algebris che ha comprato una quota del 0,3% e con le opzioni può salire fino all'1 per cento. Ma solo tre mesi fa, Serra ha scagliato un attacco durissimo ai vertici di Generali, mettendo sotto accusa il suo presidente, l'ottuagenario Antoine Bernheim.

E ancora a novembre un altro *golden boy* della finanza, Matteo Arpe, ha deciso di creare un fondo tutto suo, Sator Group. Il super-banchiere, che non ha trovato posto nella fusione Unicredit Capitalia, ha così chiamato Luigi Spaventa, che sarà presidente, e 16 fedelissimi manager ex-Capitalia per il varo di questa società di servizi finanziari, che sarà operativa dal prossimo giugno. Sator opererà nel *private equity*, nel risparmio gestito, nei grandi patrimoni e nel *corporate finance*, ma qui solo a supporto di futuri investimenti. Ma prima di partire con i fondi, Arpe procederà a un maxi-aumento di capitale, perché il manager ha già ricevuto manifestazioni d'interesse da primarie istituzioni italiane ed estere, pronte a investire nei servizi del gruppo oltre 300 milioni. Il banchiere manterrà comunque la maggioranza, il 50-55% della società. «L'attivismo di tutti questi fondi a Piazza Affari è sicuramente positivo - sottolinea Alessandro Frigerio, gestore di Rmj Sgr - non a caso i mercati sanno bene che saltare sul carro di un attivista può offrire lauti guadagni. L'effetto annuncio di Algebris, che ha comprato lo 0,3% di Generali, ha spinto il Leone a quota 33,40 euro, il record dal 2001. A ciò va aggiunto che l'attivismo è un toccasana per il risparmio gestito perché fa da grimaldello in un sistema bloccato. In Italia, infatti, esistono poche Sgr indipendenti, quasi tutte si ritrovano come azioniste delle banche».

Meglio attivi che passivi

Non solo i money manager, persino l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (Ocse) è scesa in campo per difendere il ruolo dei fondi attivi. In uno studio recente, l'Ocse evidenzia che gli *activist* sottopongono la gestione aziendale ad un'attività di monitoraggio molto attenta, a differenza dei fondi tradizionali passivi. Contrastando con ciò l'autoreferenzialità di molti manager che spesso, scrive l'Ocse nel suo rapporto, «perseguono i propri obiettivi ed interessi piuttosto che quelli della società e dei suoi azionisti».

L'Organizzazione internazionale si spinge, poi, più in là cercan-

do di scattare una fotografia di questa tipologia di fondi. Gli *activist* sono soltanto una piccola parte dell'industria mondiale del risparmio gestito. Detengono, complessivamente, un portafoglio di 50 miliardi di dollari, rispetto ad esempio ai 18mila miliardi di dollari investiti dai fondi comuni nel mondo. «Ma il loro ruolo - ci tiene a ribadire l'Ocse - sta crescendo».

Le strategie attive

In cima ai pensieri di chi gestisce gli *activist* ci sono comunque i guadagni in Borsa e i dividendi. E la moltiplicazione dei profitti può portare a mosse azzardate più attente al breve e al medio che al lungo termine. Ma d'altronde questa è la logica del *shareholder value*. In genere, comunque, la strategia dei fondi attivi è il ritorno sull'investimento per i clienti, in un arco di tempo compreso dai tre ai cinque anni. E per fare centro, come già si è detto, non guardano in faccia nessuno. Possono pretendere una governance al passo con i tempi o proporre, e magari imporre, un'acquisizione o una fusione. Oppure indicare tagli di personale o chiedere le dimissioni dei top manager. Talvolta, il ruolo degli *activist* può essere anche quello di fare da *apripista*: cioè preparare il terreno per consentire l'ingresso di un nuovo socio nell'azionariato di una società quotata in Borsa. Battaglie che, come è prassi degli *activist*, vengono consumate pubblicamente a colpi di lettere e carte bollate. Talvolta, fino a spingersi, con l'aiuto di altri fondi, a scalate ostili. E in tutti i casi lo scopo è migliorare la performance societaria.

In genere i gestori attivi possono perseguire strategie di breve, medio e lungo termine. «Nel breve periodo - precisa David Nissenbaum, partner del gruppo di servizi finanziari, Investment Management Group - i fondi possono proporre, per esempio, la distribuzione dei dividendi straordinari o suggerire la liquidazione e dismissione degli asset». Rientra, invece, nelle attività di medio termine il *pressing* per licenziamento di un presidente o un amministratore delegato o la nomina dei nuovi vertici. «Nel lungo periodo - continua Nissenbaum - gli *activist* possono consigliare il lancio di programmi di *buyback* o cambiamento della compagine azionaria».



Davide Serra
ALGEBRIS

La stagione degli attivisti è ripartita dalle critiche ai vertici di Generali



Matteo Arpe
SATOR GROUP

Private equity e asset management nell'iniziativa dell'ex ad di Capitalia

I settori nei quali investono

Piazza Affari appare come un mercato ideale per fondi a caccia di società «opache», cioè che esprimono, per una serie di inefficienze, un prezzo di Borsa inferiore al valore intrinseco. Il fondo Amber, sede alle Cayman, ma quartier generale a New York, ne ha individuate più di una dozzina, investendo circa un miliardo di euro a

Le società quotate a Piazza Affari nelle quali sono presenti i fondi attivisti

Fonte: Elaborazione TuttoFondi Morningstar

Società	Capitalizzazione	Fondo	Quota % capit. ordinario	Valore quota
Actelios	410	Glg Partners	4,99	20
Azimut	1.152	Capital Research	2,15	25
Banco Popolare	9.313	Amber	2,13	198
Biancamano	91	Amber	15,26	14
Bpm	3.551	Amber	2,16	77
Cofide	740	Amber	2,06	15
Damiani	294	Amber	6,05	18
Diasorin	719	Capital Research	2,20	16
Diasorin	719	Citadel Investment	2,20	16
Ducati	403	Bi-Invest	15,58	63
Enia	1.250	Amber	2,14	27
Fiat priv.	1.323	Amber	9,11	121
Finmeccanica	8.898	Capital Research	2,12	188
Generali	43.173	Algebris	0,30	130
Geox	3.279	Capital Research	2,03	66
Ifi priv.*	1.565	Amber	7,51	118
Ifi priv.*	1.565	K Capital	4,91	77
Impregilo	1.628	Centaurus	5,83	95
Iride	1.871	Amber	2,67	50
Maire Tecnimont	1.142	Citadel Investment	2,26	26
Maire Tecnimont	1.142	Amber	2,26	26
Marr	468	Capital Research	2,83	13
Management & Capitali	403	Centaurus	3,21	13
Management & Capitali	403	Cerberus	6,11	25
Mediaset	7.876	Capital Research	7,12	560
Mediobanca	11.330	Amber	2,09	237
Mutuonline	160	Parvus	7,61	12
Mutuonline	160	Capital Research	8,00	13
Nice	407	Parvus	10,08	41
Parmalat	4.205	Capital Research	2,83	119
Parmalat	4.205	Fir Tree	2,65	111
Permasteelisa	365	Amber	15,09	55
Permasteelisa	365	Bi-Invest	14,95	55
Permasteelisa	365	Cycladic Capital	6,84	25
Permasteelisa	365	Capital Research	2,17	8
Permasteelisa	365	M2 Capital	2,65	10
Pirelli & C.	3.705	Amber	2,12	79
Pirelli & C.	3.705	Centaurus	3,21	119
Rdb	143	Amber	4,89	7
Saipem	12.209	Capital Research	5,25	641
Telecom Italia	27.685	Brandes	4,08	1.130
Unipol	3.216	Newton (Mellon)	1,41	45
Vianini Ind.	97	Amber	8,32	8
Vianini Ind.	97	L.P. Hedge fund	2,01	2
Vianini Lav.	474	Amber	2,03	10
Zignago	369	Glg Partners	2,02	7
Zucchi	78	Amber	23,06	18

* percentuale su capitale votante 4.745,9

Piazza Affari. In quali settori operano queste società opache? «Quasi tutte holding, municipalizzate dell'energia e banche popolari» replica Alessandro Frigerio di Rmj Sgr.

Ci sono, poi, altri fondi attivi a stelle e strisce come Brandes e Capital Research, che sul piatto del Mibtel hanno messo quasi 3 miliardi. Questi activisti hanno preferito concentrarsi su una decina di gruppi industriali. Per esempio, Brandes ha oltre il 4% di Telecom Italia. E il gruppo italiano di telecomunicazioni presenta alcune analogie con Generali che fanno pensare a qualche mossa in

arrivo da parte di Brandes. Anche sul gruppo, guidato dall'amministratore delegato Franco Bernabè, pesa l'immobilismo del «vecchio» management e l'incapacità di creare valore per gli azionisti. Basta dire che negli ultimi cinque anni il rendimento annualizzato di Telecom Italia (compresi i dividendi) è stato del 3,7%, contro il 17,6% di British Telecom e il 24% di France Télécom.

Tra gli industriali, Capital Research ha rilevato il 2% di Finmeccanica. «Qui la sottovalutazione - osserva Frigerio di Rmj Sgr - è legata al fatto che il gruppo guidato da Pier Francesco Guarguagli-

ni, non ha ancora fatto emergere il valore di alcuni asset. A cominciare dal gioiello Ansaldo Energia, che ha archiviato il 2006 con ricavi per 978 milioni (+28% rispetto al 2005), contro gli 810 milioni di Ansaldo Sts, altra controllata, che sul listino nazionale vale 1 miliardo». Così, per Ansaldo Energia potrebbe profilarsi, sotto il pressing di fondi come Capital Research, una Ipo nei prossimi mesi. Gli indizi non mancano, ad esempio la forsennata campagna acquisiti. Ansaldo Energia ha rilevato quote di maggioranza in società che operano nel settore delle turbine e dei generatori (il 55% della svizzera Energy Service e il 100% dell'olandese Thomassen), e la casamadre ha poi conferito al gruppo il 100% di Ansaldo Ricerche.

A Piazza Affari gli attivisti si giocano delle carte anche sulle holding. A partire da Ifi, dove la battaglia dei fondi si concentra sull'accorciamento della catena di controllo che da Ifi passa per Ifil e giunge a Fiat, a sua volta presente sul mercato con tre categorie di azioni (ordinarie, rnc e privilegio). La sfida di Amber è duplice: da una parte il 10% di titoli Ifi (che la rende il secondo azionista dopo la Giovanni Agnelli Sapa), dall'altra il 9,11% nelle Fiat privilegiate (anche in questo caso secondo azionista dopo Ifil). In Ifi, del resto, è presente anche K Capital con il 4,9 per cento. Fusione Ifi-Ifil oppure conversione di privilegiate e rnc in ordinarie, sono così le due fiches torinesi, per un totale di 350 milioni di euro, degli attivisti. «Ma i fondi devono guardare soprattutto alla governance - osserva Michele Ragazzi, co-fondatore di Newman Ragazzi Partners - se c'è una situazione in cui una serie di azionisti controlla una compagnia non per fare soldi, ma per potere, la cosa non va bene». E di governance «feudale» in Italia gli esempi non mancano: basta pensare a Premafin. Se Serra critica l'ultraottantenne presidente del Leone Bernheim, che guadagna 4,9 milioni l'anno, cosa dire dei figli di Salvatore Ligresti, Jonella, Giulia e Paolo che per sedere nel cda di Premafin, Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni intascano rispettivamente 4,6 e 3,2 e 3,1 milioni?



Franco Bernabè
nuovo ad TELECOM

*Sulla società di tlc
pesa l'immobilismo
del «vecchio»
management*

persone di indiscusse qualità umane e professionali. La creazione di valore attraverso l'indipendenza, l'integrità, l'esperienza ed il rispetto della best practice internazionale è il principio ispiratore di Sator». Le attività di investimento del gruppo saranno svolte tramite una società di diritto inglese, interamente posseduta dalla holding italiana, e soggetta alla supervisione della Financial services authority inglese (Fsa). È previsto il lancio di un fondo etico che investirà in progetti nel campo dello sviluppo del capitale umano e della ricerca. Questo fondo sarà finanziato con una parte degli utili del gruppo.

Le critiche

Accanto agli apprezzamenti la platea degli attivisti è soggetta, però, anche a qualche biasimo. Le aree critiche individuate dal rapporto dell'Ocse, citato in precedenza, riguardano piuttosto la mancanza di trasparenza che si manifesta, ad esempio, nelle partecipazioni rilevanti detenute

dai fondi. Questi, infatti, nelle loro battaglie fanno largo uso di derivati e prestiti titoli che, in molte legislazioni, rendono inefficaci le normative sulla pubblicità degli assetti proprietari. Inoltre c'è il rischio dell'insider trading, considerati gli immediati effetti delle loro scorribande sui prezzi dei titoli. Non sono criticità tali, comunque, da imporre un intervento normativo dall'alto.

Tra l'altro il rapporto Ocse si è limitata ad indagare le problematiche della corporate governance e non ha preso, invece, in considerazione gli aspetti, più problematici, legati alla stabilità finanziaria degli operatori e anche la possibilità di accesso degli investitori al dettaglio. «Un dialogo stretto con gli hedge fund e l'industria del private equity sulla corporate governance è essenziale», ha sottolineato il presidente del comitato Ocse, Marcello Bianchi (Consob), aggiungendo che la prossima tappa sarà quella di confrontare gli standard di comportamento volontari che già l'industria si è data.

La nuova avventura di Arpe

La nuova creatura di Matteo Arpe, Sator vedrà la luce probabilmente a giugno. Inizialmente il business sarà concentrato in due aree di attività principali. Nel private equity attraverso un fondo con target d'investimento rivolto a tutti i settori industriali in Italia e nell'Europa allargata, in particolare nei Paesi europei emergenti, nell'area del Mediterraneo e nel settore dei servizi finanziari, e un fondo di real estate. Nell'asset management attraverso un fondo long/short equity e un value active fund. Il gruppo ha già ricevuto manifestazioni preliminari di interesse per investimenti nei suoi fondi pari 300 milioni di euro. In una fase successiva è previsto anche l'avvio del business di private banking e corporate banking. «Sator Group è il frutto di oltre sei mesi di intenso lavoro - spiega l'ad Matteo Arpe - soprattutto è il risultato di una visione condivisa e dell'impegno a riunire in una nuova impresa un gruppo di

Gli investimenti degli «attivisti» a Piazza Affari

Elaborazione TuttoFondi Morningstar su dati Bloomberg e Consob

