



Chi controlla il controllore?

di Fabio L. Sattin / Docente di Strategia e politica aziendale, Università di Venezia, Cà Foscari

>>> Come fanno in modo molto chiaro e sistematico Barber e Goold nel loro articolo, in molti si domandano come mai gli investitori di private equity, normalmente privi di specifiche sinergie industriali, riescano realizzare ritorni sui loro investimenti spesso significativamente superiori a quelli effettuati dai cosiddetti investitori industriali cercando, come nel caso dell'articolo in questione, di trarne degli insegnamenti da adottare anche in altri contesti economici e aziendali. E questi ritorni, come correttamente sottolineato dagli autori, sono in gran parte derivanti dall'effettivo e consistente aumento di valore delle società in cui gli operatori di private equity investono le quali, così dicono le statistiche, si sviluppano con tassi ampiamente superiori alla media e hanno livelli di efficienza e marginalità spesso migliori rispetto ai diretti concorrenti.

Tra le ricerche che hanno cercato di dare una risposta a queste domande, vorrei in particolare citare quella di Michael Jensen, professore di Business Administration ad Harvard e fondatore del Managerial Economics Research Centre e del «Journal of Financial Economics» che,

a mio avviso, potrebbe aggiungere una ulteriore area di riflessione e problematicità alle questioni trattate e alle tesi sostenute nell'articolo.

Anche Jensen, come fanno Barber e Goold, sostiene che la capacità degli operatori di private equity di generare alti ritorni (in sostanza, il loro «segreto strategico», per dirla con gli autori) risiede principalmente nella loro attitudine ad agire come «active investor» nelle partecipazioni acquisite. In sostanza, dice Jensen, questi operatori, tramite il loro profondo e attivo coinvolgimento nella gestione delle società da loro partecipate, consentono quello che lui definisce «reemergence of institutional monitoring of management».

In sostanza, in un contesto come quello statunitense, dove la proprietà diffusa e le sempre più stringenti regole sull'utilizzo delle informazioni riservate hanno lasciato al management un quasi totale, incontrollato e incontrollabile potere, la presenza di investitori che ritornano in modo pesante e incisivo a svolgere una funzione di controllo e stretto monitoraggio del management, fino a determinarne la sostituzione qualora ritenuto inefficiente.

Harvard Business Review

ottobre 2007



te, sembrerebbe essere una risposta efficace ed efficiente ai numerosi problemi creati da quello che alcuni definiscono lo «strapotere» del management e/o del CEO.

Secondo Jensen, infatti, la tendenza a lasciare il management sempre meno monitorato, ha consentito che, in alcuni casi, la cattiva gestione sia riuscita a distruggere oltre il 50% del valore aziendale prima di incorrere in qualche genere di reazione da parte degli azionisti, spesso rappresentati da una molteplicità di soggetti finanziari istituzionali passivi, non di rado spaventati dall'essere troppo coinvolti (non troppo poco) nelle decisioni aziendali.

A questo punto, sorge naturale una riflessione. Se, come sostengono Barber e Goold, i grandi gruppi industriali potrebbero (o dovrebbero) sviluppare delle strategie di «proprietà flessibile», mutuando modalità e comportamenti operativi tipici del settore del private equity, chi dovrebbe svolgere la funzione di monitoraggio del top management e del CEO (di gruppo) che abbiamo visto essere il vero «segreto strategico» del private equity per realizzare risultati eccellenti? Se l'obiettivo è creare maggiori ritorni per gli azionisti, i consigli di Barber e Goold possono essere indubbiamente molto utili per impostare una strategia più aggressiva e redditizia a livello di società partecipate, ma rimane il problema del potenziale disallineamento tra top management del gruppo industriale che dovrebbe implementare e realizzare tali strategie e azionisti.

In sostanza: chi controlla il controllore? È su questo aspetto, di non poca rilevanza, che probabilmente il private equity continua ad avere un vantaggio, penso difficilmente replicabile o riproducibile a livello di gruppo industriale quotato.

Venendo all'Italia, non siamo comunque in questa situazione, almeno per il momento. Anzi, semmai, abbiamo il problema contrario: quello della eccessiva concentrazione della proprietà nella famiglia e del basso numero di società quotate. Ed è per tale ragione che da noi l'attività di private equity ha spesso percorso itinerari alternativi rispetto a quelli statunitensi, in quanto più adatti alle esigenze della nostra struttura industriale e imprenditoriale. Ma pensiamo anche alle società pubbliche, a quelle ad azionariato molto diffuso o a gruppi, magari quotati, dove per una sostanziale assenza di monitoraggio effettivo da parte degli azionisti, le logiche manageriali rischiano di avere ben altri obiettivi che non quello dell'efficienza, della riduzione dei costi e della massimizzazione il valore dell'azienda nell'interesse degli azionisti, tutti.

In questi casi, gli stimolanti suggerimenti di Barber e Goold potrebbero essere più difficili da realizzare e la «logica» di Jensen meno «lontana». In questi casi, potrebbe allora essere che, da noi come negli USA, e nel mondo, gli operatori di private equity, purché professionali, seri e competenti, possano rappresentare una possibile e forse unica auspicabile soluzione. »