

COMGEST: LA FORZA DELLA PARTNERSHIP E DELL'APPROCCIO QUALITY GROWTH

Di: Wedig von Gaudecker e Jean-François Canton, fondatori di Comgest



- "Volevamo ridurre gli ostacoli burocratici, promuovere una crescita di qualità a lungo termine e costruire una partnership esclusiva."

–Wedig von Gaudecker e
Jean-François Canton

Molte start-up spesso nascono da una fusione di idealismo, da una ricerca di indipendenza, dalla ricerca di redditività e dal desiderio di cambiare lo status quo. Per i fondatori di Comgest, **Wedig von Gaudecker** e **Jean-François Canton**, questa combinazione è stata il catalizzatore che li ha motivati a realizzare una rivoluzione nel panorama francese della gestione di portafoglio, abbattendo le barriere burocratiche, sostenendo la crescita di qualità a lungo termine e costruendo un modello di partnership eccezionale.

A metà del 1980, i veterani della gestione di portafoglio lavoravano a Parigi presso la francese Banque Indosuez, dove gestivano portafogli azionari europei (von Gaudecker) e asiatici (Canton). I due svilupparono un forte spirito di cameratismo e al contempo discussero delle migliori strategie da adottare per superare i rendimenti medi di mercato a lungo termine. La chiave del loro enigma per raggiungere questo obiettivo è stata scoperta quando von Gaudecker, nativo della Germania, si è imbattuto in un articolo della rivista Fortune in cui si parlava di come la maggior parte dei gestori di portafoglio, indipendentemente dalla loro abilità analitica, non avrebbero mai potuto fare meglio degli indici di mercato.

Invece di concentrarsi su questo limite della sua professione, von Gaudecker fu incuriosito dai riferimenti dell'articolo ad alcuni gestori di portafogli azionari che erano effettivamente riusciti a battere gli indici. I nomi che colpirono la sua attenzione erano quelli di Warren Buffett, detto anche "l'oracolo di Omaha", della Berkshire Hathaway e il suo braccio destro, Charlie Munger. Entrambi avevano studiato analisi finanziaria sotto Benjamin Graham, il "padre del value investing".¹ Dopo essersi immerso nella lettura delle relazioni annuali e delle lettere agli azionisti della Berkshire, von Gaudecker fu colpito dall'enfasi posta dalla società sulla partnership con gli azionisti, come legame tra il successo degli investimenti e le prospettive della società.

La loro idea era che il successo è determinato dall'aver una posizione di mercato forte protetta, come il marchio, i brevetti, un prodotto indispensabile, un servizio unico – attributi difficili da imitare per i concorrenti – unita a una gestione solida, il tutto basato su una situazione

¹ Graham, Benjamin, 1894-1976. L'investitore intelligente: un libro di consigli pratici. New York; Harper, 1959.

- Il successo è determinato da una posizione di mercato solida, una governance aziendale e finanziaria stabile, caratteristiche non sono facilmente replicabili.

— All'epoca, l'approccio alla crescita di qualità era pressoché sconosciuto in Europa.



Rivista *La vie française*, aprile 1988.



Rivista *La vie française*, novembre 1988.

finanziaria sana. Questa strategia, denominata “Quality Growth”, si è concentrata su società con un posizionamento in grado di prevedere e scontare in modo affidabile gli utili futuri. Ma questo stile avrebbe potuto successo in Europa?

PERCORRERE UN SENTIERO POCO BATTUTO

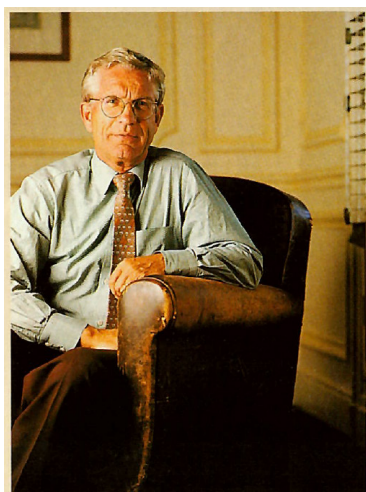
Un approccio quality growth era allora praticamente sconosciuto nel continente, il che ha offerto a von Gaudecker un percorso per differenziarsi, anche se gli ci sono voluti un paio d'anni per dedicarvisi appieno. Nel 1985, sia lui che Canton lasciarono i loro incarichi, una mossa coraggiosa all'epoca per dei gestori di portafoglio francesi. Mentre von Gaudecker si trasferì in un'altra banca francese, Canton acquisì una società in difficoltà con il nome piuttosto vago di “Comsam Gestion”. Quando la società di telecomunicazioni locale pensò che il nome fosse troppo lungo per una linea di telex, nacque “Comgest”. Dopo due anni, Canton decise infine di portare von Gaudecker in Comgest, aiutandolo a implementare uno stile di investimento quality growth e bottom-up in azioni europee e asiatiche.

Tuttavia, al di là delle idee e delle aspirazioni, le start-up di successo richiedono anche investimenti sostanziali, un'ubicazione strategica, autorizzazioni normative, il reclutamento di dipendenti e la ricerca di clienti, nonché un pizzico di fortuna. Al centro di questo percorso c'è l'ambizione di fornire un prodotto unico e indispensabile. Per von Gaudecker e Canton, le banche (compresi i loro precedenti datori di lavoro) diffidavano dei portafogli concentrati, del basso turnover e degli alti costi associati all'analisi approfondita delle società, riecheggiando le loro sfide passate.

All'inizio le risorse erano scarse. Il capitale iniziale consisteva nella loro competenza comune, rafforzata dai contatti della loro precedente vita professionale. Il luogo prescelto, situato in una strada secondaria parigina adiacente alla famosa Opera Garnier, era noto per il suo insolito passato dato che si trovava nell'ex quartiere a luci rosse e immortalato dal pittore francese Toulouse-Lautrec. Quando era il momento di pagare l'affitto mensile, si tirava a sorte per decidere chi dovesse consegnare l'assegno, dato che la portinaia dell'edificio, forse legata alla storia della zona, spesso se ne stava in accappatoio. In un ambiente eclettico, gli uffici di Comgest si trovavano in un modesto spazio al piano rialzato, incastonato tra una stazione di polizia e un giornale di estrema destra.

Per von Gaudecker, che era di origine tedesca, Canton si rivelò anche un mentore, dato che gli insegnò a penetrare i misteri dell'amministrazione francese, e si pose come interprete delle sue espressioni francesi storpiate. I due intrepidi investitori dovettero affrontare ostacoli significativi, tra cui l'ottenimento delle autorizzazioni normative, poiché lo statuto della società di gestione patrimoniale in Francia non esisteva ancora, il che li portò a collaborare alla redazione della relativa normativa. L'ambiguità della giurisdizione sulla supervisione di Comgest, se da parte dell'autorità di borsa francese o della banca centrale, acuì l'incertezza. Di conseguenza, inizialmente il duo dovette lavorare come “remisiers” (termine francese che indica l'equivalente di un agente di borsa o consulente finanziario), il che permise loro di accedere alla borsa e alle opportunità di guadagno su commissione.

Nel costituire l'ufficio, von Gaudecker e Canton puntavano a creare un team di pari, non ad assumere geni. Abbracciarono la convinzione di Andrew Carnegie che riteneva il lavoro di squadra il carburante che permette alle persone comuni di raggiungere cose non comuni.



“Uniquement des valeurs de croissance”

**Wedig
von Gaudecker**

Comgest

Rivista Investir, ottobre 1998

- Per conservare le limitate risorse finanziarie della società, Wedig redasse personalmente il prospetto in lingua inglese e tedesco in una sola notte.

Questo approccio favorì una combinazione diversificata di personalità e competenze che avrebbero rafforzato il team d'investimento. Nel 1991 Laurent Dobler, che aveva iniziato la sua carriera a Ginevra, diventò il successivo gestore di portafoglio a unirsi a loro, svolgendo un ruolo cruciale nell'espansione della strategia europea della società.

Uno degli ostacoli commerciali del team fu l'impossibilità di assicurarsi i clienti conosciuti nei ruoli precedentemente occupati. Tuttavia, quando l'ex datore di lavoro di von Gaudecker gli conferì un mandato a Ginevra, Comgest guadagnò terreno nel mercato svizzero. Al contempo, Canton aveva messo a frutto la sua eredità franco-vietnamita, e con la sua conoscenza dei mercati asiatici e delle complessità delle "Tigri", gestendo un portafoglio asiatico per un'altra banca francese, il che gli aprì le porte di importanti istituzioni che non conoscevano la regione.

Sebbene questi mandati bancari iniziali e i contatti personali abbiano fornito un certo supporto, il team riconobbe l'urgente necessità di avere un prodotto solido. La sfida maggiore fu la mancanza di un mandato per applicare quello che sarebbe diventato il caratteristico approccio bottom-up quality growth di Comgest.

LA FORTUNA BUSSA ALLA PORTA

Il primo colpo di fortuna di Comgest arriva quando l'ex datore di lavoro di von Gaudecker, per il quale aveva supervisionato il mandato svizzero, si trovò in difficoltà. Ciò offrì a von Gaudecker l'opportunità di fare rete, il che lo portò ad essere presentato a una società che stava lavorando con successo con gestori di portafoglio basati negli Stati Uniti (e che ha scoperto guru finanziari del calibro di George Soros e Michael Steinhardt). Dopo essersi assicurato un posto nella nuova divisione di gestione di portafoglio dell'azienda, un piccolo intoppo nella comunicazione a von Gaudecker sulla disponibilità dei fondi porta a un fortuito ritardo di due settimane, consentendogli di sfruttare una flessione del mercato per acquistare a buon mercato, facendo guadagnare a Comgest un vantaggio significativo e un rapido incremento degli asset da gestire.

Tuttavia, il 1992 e il 1993 si rivelano impegnativi, con Comgest che perse la gestione di alcuni portafogli. In risposta, i due fondatori fanno un passo coraggioso: tagliano i loro stipendi al minimo legale in Francia per diversi mesi, garantendo però che la retribuzione dei loro dipendenti rimanga stabile. In questo periodo di difficoltà, von Gaudecker mette a segno una straordinaria ripresa che ridefinirà il futuro di Comgest. Nel 1992, lancia un veicolo d'investimento collettivo denominato in franchi svizzeri e con sede in Lussemburgo, opportunamente denominato Comgest Europe. Per conservare le limitate risorse finanziarie della società, redige il prospetto in lingua inglese e tedesca in una sola notte.

L'anno successivo segna un'altra pietra miliare con la presentazione di Comgest Asia, anch'esso con sede in Lussemburgo. Questo cambiamento è stato determinante per trasformare Comgest da semplice consulente di portafogli creati da altre banche e broker a gestore attivo alla ricerca di investitori in tutta Europa.

Successivamente, la crescita di Comgest è proseguita con la costituzione, nel 1993, di una filiale a Hong Kong e a febbraio 1997, a nemmeno un decennio dal lancio, Comgest ha superato un miliardo di euro di patrimonio gestito. Questa ripresa è stata favorita dai media, in particolare da un articolo apparso su "Manager Magazin" nell'ottobre 1990, intitolato "We Are Different", che ha attirato l'attenzione del mercato tedesco. Comgest ha sfruttato questo riconoscimento del brand

attraverso iniziative di pubbliche relazioni strategiche, tra cui quelle guidate da Jan-Peter Dolff, ora CEO di Comgest, che ha costituito la sede tedesca della società a Düsseldorf.

Un'ulteriore svolta fa crescere la statura dell'azienda nel mondo anglosassone: nel febbraio 2000, un giornalista della rivista Forbes contatta Comgest per un'intervista. Alla domanda sull'approccio e sui modelli a cui si ispira Comgest, von Gaudecker fa riferimento a Buffett e Munger, nonché a Phil Fisher, la cui filosofia "Azioni comuni e utili non comuni" aveva fortemente influenzato Munger. Data la notorietà di Buffett nel settore, la fortuna sorride nuovamente a Comgest grazie al titolo dell'articolo "Mr. Buffett Goes to Europe (Il sig. Buffett va in Europa)".

Poco dopo, tuttavia, von Gaudecker si rende conto di un paio di errori nel suo pensiero iniziale: che un buon prodotto poteva vendersi da solo e che, pertanto, le spese di marketing erano uno spreco. Insieme ai suoi colleghi, quindi, compie poi notevoli sforzi per garantire copertura stampa, interviste, presenza in classifiche e partecipazione a eventi di settore per mostrare i punti di forza di Comgest.



Rivista Forbes, feb. 2000

TRASFORMARE GLI OSTACOLI IN OPPORTUNITÀ

All'inizio degli anni '90, Comgest aveva ottenuto con successo la gestione di due noti mandati di investimento francesi lanciati da una banca privata: uno incentrato sulle azioni europee e l'altro sui mercati emergenti. Quando la banca fallì nel 1995, il liquidatore vendette i portafogli a una banca francese di primo piano. Tuttavia, grazie alla sua competenza giuridica, Canton sapeva che solo i direttori dei portafogli avevano il potere di scegliere un gestore. Cogliendo l'attimo, convocò una riunione straordinaria del consiglio di amministrazione, durante la quale, con una decisione epocale, vennero riassegnati i portafogli a Comgest. Si è trattato di un evento storico, non solo per Comgest, ma anche per la Francia, in quanto per la prima volta era stata affidata a un asset manager indipendente e di piccole dimensioni la piena responsabilità di un veicolo di investimento collettivo francese.

Wedig von Gaudecker ebbe quindi l'opportunità di trasformare il portafoglio azionario europeo, utilizzando il caratteristico stile quality growth di Comgest. Per quanto riguarda il portafoglio dei mercati emergenti, Canton stava già fornendo consulenza sul portafoglio per l'Asia, mentre un conoscente di lunga data, Vincent Strauss, faceva da consulente per il Sud America. Dopo l'acquisizione, è entrato a far parte di Comgest, mossa che ha segnato un momento cruciale dato che Strauss ha preso in carico il portafoglio e gettato le basi della strategia di Comgest per i mercati emergenti. Sotto la sua guida il portafoglio è diventato il fulcro degli asset gestiti da Comgest per oltre due decenni. L'esperienza di Strauss ha consolidato la credibilità e l'approccio distintivo all'investimento di Comgest, facendogli guadagnare l'onore di essere definito il "terzo fondatore" della società.

Poi è arrivata la crisi finanziaria del 2008, che ha scatenato un'ondata di crisi diffusa a livello mondiale. In retrospettiva, Comgest ha dimostrato la solidità della sua resilienza grazie all'assenza di debito, a costi fissi minimi e al vasto patrimonio netto. I suoi investimenti si sono dimostrati solidi, e non sono stati toccati dalla crisi dei subprime. Nonostante il sentiment catastrofico, la base di clienti di Comgest è rimasta intatta ed è persino aumentata. La capacità di generare una performance costante della società, magari in ritardo nei periodi di euforia del mercato a causa della priorità data alla qualità e alle valutazioni ragionevoli, ma con

perdite nettamente inferiori nei momenti di crisi, le ha fatto guadagnare nel settore il soprannome di “gestore patrimoniale di fondi per tutte le stagioni”.

UNA PARTNERSHIP PIONIERISTICA

Nel 2000, l'affiatato staff di Comgest era salito a 34 persone, tra cui 14 membri del team di investimento, ma operava ancora senza una tipica leadership gerarchica. In particolare, è stato solo nel 2010 che Comgest ha nominato un CEO ufficiale, con Vincent Strauss che ha sostituito Canton, ormai in pensione. Strauss ha mantenuto lo stile di gestione informale “walk-and-talk” dei fondatori, incentrato sulla promozione della comunicazione e su un approccio proattivo ad eventuali conflitti. Eppure, man mano che la società cresceva, i fondatori non avevano mai trovato una struttura commerciale perfetta da emulare.



J.F. Canton (in basso al centro) e W. von Gaudecker (camicia turchese), Comgest.

Comgest a maggio 1999, rivista *Capital*

In piedi (sx-dx):

Laurent Dobler:	(1991-2024)	Gestore Europa - in pensione
Wedig von Gaudecker:	(1987-2003)	Cofondatore e gestore Europa - in pensione
Vincent Strauss:	(1994-2016)	Cofondatore, gestore mercati emergenti globali - in pensione, ma attuale membro del BoP
Rob Deneke:	(1995-2019)	Gestore Europa, in seguito Relazioni con gli investitori

In prima fila (sx-dx):

Chantana Ward:	(1999-present)	Gestore Giappone e attuale membro del BoP
Jean-François Canton:	(1985-2010)	Cofondatore e gestore Asia - in pensione, ma attuale membro del BoP
Jan-Peter Dolf:	(1997-present)	Gestore USA, in seguito Relazioni con gli investitori, attualmente CEO e membro del BoP

**PM sta per gestore di portafoglio; BoP indica il comitato dei partner di Comgest (Board of Partners).*

- I fondatori scelsero consapevolmente un modello di partnership allargata – come espressione dei principi di Comgest.

I vincoli legali, tuttavia, richiedevano una transizione verso una struttura aziendale. Per questo, i fondatori avevano deciso sin dall’inizio di rendere tutti i dipendenti azionisti. Analogamente al percorso intrapreso da von Gaudecker e Canton di Comgest al momento della fondazione di Comgest, anche questa era anche una caratteristica rara in Francia all’epoca. I fondatori avevano adottato una struttura di partenariato allargato come simbolo dell’etica aziendale, promuovendo solidi rapporti con dipendenti, clienti, società partecipate e concorrenti del settore. Radicato in una mentalità di proprietà e responsabilità collettiva, questo approccio favoriva una cultura del lavoro dinamica, con l’obiettivo di alimentare la motivazione dei dipendenti e promuovere una notevole sovraperformance del portafoglio. Poiché avevano creato un piano aziendale da zero, avevano dovuto affrontare le complessità della distribuzione degli stipendi, dell’assegnazione dei bonus e dell’attribuzione delle azioni.

Le riunioni settimanali del martedì mattina, in stile “consiglio comunale”, mettevano a nudo ogni aspetto delle operazioni: distribuzione dei compiti, allestimento di uffici, strutture retributive, protocolli di assunzione e accordi di compartecipazione agli utili, ecc. La trasparenza era fondamentale: nessun segreto interno, nessuna struttura gerarchica e solo titoli imposti dalla legge. Questo approccio collaborativo continua ancora oggi, con le riunioni del martedì che ora sono diventate internazionali e, dopo la pandemia di Covid, si tengono online. Se c’è uno

svantaggio nell'approccio di Comgest, è che le navi richiedono capitani risoluti, il che sfida la posizione anti-gerarchica della società. Nonostante le differenze occasionali, la cultura di Comgest basata su una partnership ad ampio raggio infonde nei dipendenti il bisogno di agire sempre nel migliore interesse dei clienti della società e della partnership.

PIANTARE I SEMI DEL FUTURO

“Come fondatori, posso dire che Comgest ha superato le nostre aspettative.”

- Wedig von Gaudecker

— **La partnership di Comgest è ormai giunta alla quarta generazione.**

Nonostante l'espansione dell'azienda, l'etica della comunicazione aperta e della responsabilità condivisa persiste. In termini di diversità di genere, le donne ora rappresentano il 49% della forza lavoro globale di Comgest, mentre i gestori di portafoglio donne rappresentano il 35% del nostro team d'investimento.² Una evoluzione che riflette la costante influenza di una cultura collaborativa.

Quasi 40 anni dopo, Comgest si è evoluta ben oltre i suoi inizi come start-up. La maturità e le mutevoli dinamiche economiche e sociali portano sempre con sé lo spettro del declino: mercati volatili, arroganza, burocrazia, compiacenza possono indebolire le società migliori.

Come dimostrato durante la pandemia di COVID-19, l'approccio agli investimenti di Comgest ha resistito agli alti e bassi del mercato. Il costante approccio bottom-up quality growth della società, che è stato ulteriormente perfezionato nel corso degli anni per tenere conto delle credenziali ambientali, sociali e di governance delle aziende in portafoglio, è ancora in sintonia con gli investitori a lungo termine alla ricerca di uno stile di investimento responsabile. La struttura di partnership di Comgest è ora alla quarta generazione. L'eredità dei fondatori dell'approccio quality growth basato sulla partnership fa parte del DNA dell'azienda, luogo in cui gli individui hanno il potere di esprimersi liberamente. Corriamo rischi consapevoli nell'interesse dei nostri clienti, ma li ponderiamo con esperienza e responsabilità.

In ultima analisi, la longevità di Comgest affonda le sue radici nella struttura della società basata sulla partnership, nella dedizione ai clienti e nella qualità delle relazioni. Il sostegno costante dei fondatori ha contribuito a radicare questi valori in tutta l'azienda, garantendo continuità mentre le nuove generazioni assumono la guida.

Grazie alla loro prospettiva a lungo termine, i fondatori si sono costantemente concentrati sul futuro della società.

² A fine dicembre 2023.



“Man mano che siamo usciti dall'azienda e abbiamo ceduto il controllo, l'idea è sempre stata quella di preparare il passaggio alla generazione successiva in termini di pianificazione della successione e di adattamento alle esigenze in evoluzione. L'obiettivo è sempre stato quello di facilitare il trasferimento di capitale e responsabilità alle giovani generazioni, alimentando al contempo la coesione del team, un dettaglio essenziale ma spesso trascurato.”

- Jean-François Canton; Wedig von Gaudecker
(Foto: Giappone, 2024)

I ricordi personali qui espressi riflettono il punto di vista degli autori.