



Sopra, Gordon Singer, portfolio manager dell'hedge fund Liverpool Ltd

## FONDI ESTERI SEMPRE PIÙ SEVERI CON I MANAGER DELLE QUOTATE I castigamatti si preparano alla battaglia delle assemblee

I due appuntamenti più caldi sono con Ifil il 15 maggio e con Olivetti-Telecom il 25 e 26. Ma tutte le società italiane cominciano a temere il controllo dei gestori

di **Pierpaolo Bollani**  
e **Daniela Stigliano**

I piani sono stati messi a punto. Le squadre sono pronte, anche se il conteggio delle azioni si farà fino all'ultimo minuto. Sta per iniziare la grande battaglia dei fondi di investimento, stranieri in testa, che quest'anno hanno almeno due appuntamenti di fuoco. Il primo: giovedì 15 maggio l'assemblea ordinaria e straordinaria dell'Ifil dovrà approvare il bilancio 2002 (516,4 milioni di perdita), un'operazione di buy back di azioni ma so-

prattutto l'acquisizione da Ifi delle quote in Fiat, Sanpaolo Imi e Juventus in cambio di azioni proprie. Il voto contrario, con minaccia di impugnazione, è stato preannunciato da K capital, hedge fund di Boston, che controlla il 7,5% di azioni ordinarie e il 3,5% di risparmio. Secondo il fondo, il valore di Ifi è sopravvalutato a danno degli azionisti Ifil. E su questa posizione cerca di portare l'altro fondo presente nel capitale della finanziaria di casa Agnelli, il Public institution for social security, istituto pensionistico del Kuwait.

Il secondo appuntamento è però quello che promette i fuochi d'artificio più spettacolari: le assemblee Telecom e Olivetti del 25 e 26 maggio. Capofila dell'opposizione alla fusione voluta da Marco Tronchetti Provera è ancora una volta un hedge fund, il Liverpool Ltd del gruppo americano Elliott associates guidato in Europa dal portfolio manager **Gordon Singer**, uno dei più attivi castigamatti assembleari. La sua specialità è di scoprire le carte solo all'ultimo minuto, raccogliendo partecipazioni fette al di sotto del 2%, e quindi invisibili

fino al momento dell'assemblea. Singer ha convocato a fine marzo una conferenza call di azionisti di minoranza, riunendo un gruppo di grandi investitori, con i quali ha acceso le polveri contro il cambio di uno a sette fra azioni Telecom e Olivetti, che avvantaggerebbe gli azionisti di quest'ultima. E al suo fianco sono scesi anche i grandi fondi azionari, da Fidelity a Schroders, a Hermes, rappresentati da Deminor, società belga specializzata in corporate governance e nella tutela degli azionisti di minoranza guidata in Italia dall'amministratore delegato **Umberto Mosetti**, docente di diritto dell'economia all'università di Siena.

**La carica dei fondi**, insomma, si fa incalzante e incide sempre più nel cuore della finanza italiana. Pilotati dagli head quarter europei di Londra, ma anche utilizzando una fitta rete di advisor legali (vedere riquadro a pagina 16), nomi sconosciuti ai più come Perry capital, Highfields, Scottish widows, Aberdeen, Kobur, Nordica vogliono avere voce in capitolo nelle scelte strategiche delle società in cui hanno investito i soldi dei risparmiatori. Qualche prova l'hanno già data, con maggiore o minore successo. L'hedge fund Liverpool ha sicuramente la palma delle battaglie, in assemblea e anche fuori delle aisse: aveva fatto opposizione al progetto di conversione da azioni di risparmio a ordinarie nella Telecom di Roberto Colaninno e poi all'acquisizione senza opzione di Fondiaria da parte di Sai. Ma, al di là delle grandi operazioni dei big del listino, non c'è quasi società che non debba fare i conti con i fondi propri azionisti. Basta guardare al calendario assembleare. Che si apre sabato 26 aprile con le Generali e il suo nuovo patto di corporate governance. Poi lunedì 28 Brembo se la vedrà con Merrill Lynch im e Carifirenze con Fidelity, martedì

SOCIETÀ DI GESTIONE PARTECIPANTE	SOCIETÀ PARTECIPATA	QUOTA % DI PARTECIPAZIONE
Amescap	Banca popolare di Verona e Novara	2.040
Barclays global investor	Banca popolare di Milano	2.247
Brades investment partners	Banca Intesa	2.741
Caisse des dépôts et consignations	Marzotto	2.220
	Bulgari	2.016
	Olivetti	4.399
Capital research and management company	Class editori	2.202
	Recordati	5.025
Centaurus Alpha master	Snia	2.036
Dodge & Cox	Fiat	3.009
Egerton capital limited partnership	Autogrill	2.145
	Lottomatica	2.203
European investors corporation	Aedes	2.229
Fidelity investments	Banco popolare di Verona e Novara	3.516
	Bayrische vita	2.808
	Saeco international group	4.957
	Cassa di risparmio di Firenze	3.586
Government of Singapore investment corporation	Tod's	2.759
Harris associates	Banco popolare di Verona e Novara	2.001
	Bulgari	2.134
Handerson investors	Banca popolare di Lodi	3.073
Hermes focus investment management	Parmalat	2.199
Hermes investment management	Parmalat	2.002
Ig Morgan securities	Banca popolare di Milano	2.040
Landsdowne partners	Saeco international	2.429
Lazard asset management	Erg	3.318
	Pernstetelia	2.741
	Premalini	2.012
K capital partners	Coin	2.018
	Ili	3.117
	Illi	7.516
	Snia	5.207
Merrill Lynch investment managers	Brembo	4.826
	Saeco international group	4.803
Morgan Stanley investment management	Aedes	2.723
	Bonaparte	2.010
	Campari	8.572
Oz management	Snia	2.513
Fictet & Cie banquiers	Fiat	2.108
Palnam advisory company	Mediaset	2.236
Sanford C. Bernstein & co.	Banca popolare di Bergamo	2.744
Schroder investment management	Ili	2.453
	Bayrische vita	2.080
	Italpolly	5.011
	Pinarfinaria	2.021
Scudder Kemper investments	Bulgari	2.714
	L'Espresso	2.097
Seneca capital	Snia	2.003
Southeastern asset management	Fiat	2.137
State of New Jersey common fund	Marzotto	6.030
Stichting pensioenfonds Alp	Aedes	8.700
	Reni stabilis	2.160
The public institution for social security	Ili	4.895
Tweedy Brownne company	Meredoloni	2.033
Victoria & eagle strategic fund	Banca popolare di Lodi	2.022
Volkswagen kapitalanlage	Perler	3.096

Nella tabella, le quote di partecipazione sopra il 2% delle società di gestione di fondi esteri in alcune delle maggiori società quotate italiane. Fonte: elaborazioni il Mondo su dati ufficiali del sito della Consob



Da sinistra, Stefano Russo (Morgan Stanley), Alessandro Fonzi (Fidelity), Massimo Greco (Ip Morgan), Massimo Tosato (Schroders), Andrea Viganò (Merrill Lynch) e Umberto Mosetti (Deminor). Nella tabella della pagina accanto, i money manager dei fondi azionari area euro. Europa ed Europa ex UK di alcune delle maggiori società di gestione internazionali, suddivise per gruppo di appartenenza. Fonte: [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

Gianmatteo Nunziant, legale in Italia dei fondi Liverpool e K capital



29 Aedes dovrà annotarsi le osservazioni dei rappresentanti di European investors incorporated e di Morgan Stanley im. Per mastelista di Lazard am. E nei giorni seguenti un po' tutte dovranno rendere conto a qualcuno tra i fondi d'investimento d'oltre confine, che sempre più frequentemente controllano

quote rilevanti di società italiane (vedere tabella a pagina 15). Così come sempre più numerosi sono i gestori delle case internazionali che si occupano della Borsa italiana. Perché gestiscono fondi specializzati su Piazza Affari oppure prodotti che investono in tutta Europa (vedere tabella a pagina 17). E che prendono posi-

zione in prima persona sulle decisioni del management delle società che hanno in portafoglio. **Martin Porter**, global head of equities di Jp Morgan Fleming, ha per esempio dichiarato senza mezzi termini (e senza preoccuparsi che l'adviser di Tronchetti Provera sia proprio Jp Morgan) che la fusione Olivetti-Telecom

«non è vantaggiosa per gli azionisti Telecom e dovrebbe essere modificata». Mentre **Jorma Korhonen**, responsabile del fondo italiano di Fidelity, ha sottolineato di essere contrario «a qualsiasi trasferimento di valore tra categorie di azionisti quando non ci sono ragioni di business che lo impongano».

Ma come si muovono i fondi esteri? Come decidono le strategie in vista delle assemblee? E come rispondono alle accuse, rivolte soprattutto agli hedge fund, di essere dei bastiani contrari, più interessati al guadagno di breve periodo che alla creazione di valore nel lungo termine? «Noi ci muoviamo per difendere i diritti degli investitori, azionisti di minoranza», taglia corto Singer di Liverpool. «come facciamo in tutta Europa. Ed è vero che i fondi esteri sono più aggressivi, ma anche gli italiani iniziano a fare qualcosa per la tutela degli interessi dei risparmiatori. Così come, se gli hedge fund come Liverpool agiscono con più decisione, è per la natura stessa dei fondi e la loro filosofia di gestione. La nostra esperienza», continua Singer, «è che le società italiane hanno un comportamento nei confronti degli azionisti di minoranza peggiore che in ogni altra parte d'Europa».

## Quel circolo ristretto dei legali degli stranieri

Gli avvocati che in Italia hanno assistito o assistono i fondi esteri rappresentano un circolo ristretto. Le grandi law firm solo sporadicamente lo fanno, per il fatto che quasi sempre hanno clienti tra i grandi gruppi, con conseguente eventuale conflitto d'interessi. I piccoli studi sono invece poco attrezzati, e lasciano perdere. Tra i legali più attivi ricorrono Pierluigi De Biasi (assistente Deminor), Alberto Montanari (per Liverpool), Gianmatteo Nunziant (K capital, Liverpool e altri fondi raccolti in Deminor), Alberto Santamaria, Angelo Benesia, Luigi Arturo Bianchi (Orn capital) e Guido Ferrarini. Gli avvocati dei fondi esteri possono semplicemente sedere nel cda della partecipata, oppure andare all'attacco rivendicando i diritti delle minoranze. In questo caso occorre essere specialisti. In questo campo a essersi fatto un nome è lo studio milanese Trevisan, guidato da Dario Trevisan, membro dell'International corporate governance

network. L'avvocato si affida a sei colleghi interni e soprattutto a una rete di 20 corrispondenti che fisicamente presenziano alle assemblee. Trevisan al momento rappresenta tra l'altro i fondi Itax-Cref, Capital international, Hermes e Calpers. Lo stesso ha fatto per K capital (non nell'attuale vicenda Telecom Italia-Olivetti perché quest'ultima è sua cliente), Barclays global investor e vari fondi americani soprattutto del Texas, New York e Colorado. Trevisan, che negli anni Ottanta e Novanta ha spesso difeso gruppi di piccoli azionisti nei casi finanziari (oggi è presente anche nella vicenda dei bond Cirio, insieme al collega californiano Adrian Harris di Orrick Herrington Sutcliffe), di recente per conto di K capital ha fatto causa a Banco di Napoli-Sanpaolo Imi, mentre ne sta preparando una contro Marzotto per conto di Royal bank of Canada, il londinese Leonardo capital international e altri fondi. In entrambi i casi per mancata opa su azioni di risparmio. Sforzi che però non sempre vanno a buon fine. Se Trevisan, anni fa, riuscì per esempio a inserire nel cda Olivetti un consigliere indipendente per conto di Bering asset management, nel 2002 ha invece incassato, a seguito dell'opa, una sconfitta nella difesa dei fondi esteri attivi in Montedison. **Franco Stefanoni**



### SOCIETÀ DI GESTIONE

Barclays global investors funds ltd

Céc tris asset management

Fidelity international ltd, Fidelity investments international, Fidelity investissements sas

Jp Morgan Fleming am (Lux)

Lazard Frères gestion, Lazard fund managers ltd, Lazard fund managers (Ireland) ltd

Merrill Lynch investment managers ltd, Merrill Lynch select portfolios plc, Merrill Lynch investment management (Dublin) ltd, Merrill Lynch fund managers ltd

Morgan Stanley sicav, Morgan Stanley funds (UK)

Pictet funds

Schroder investment management ltd, Schroder investments limited, Schroder world market fund

Dws Scudder global opportunities funds

### GESTORI

Cora Donahue, Martin White

Olivier Elombi, Patrick Savadour, Marie-Jeanne Missolle, Jean-Pierre Marisard, Thierry Cuyper, Gilles Meshaka, Claire Mehu, Dominique Mourocq, Michael Michallet, Frederic Harigaue

Jorma Korhonen, Richard Skelt, David Baveux, Rajesh Singh, Graham Clapp

Andrew Spencer, James Elliot, Ajay Gambhir, Stephen Macklow-Smith, John Cotton, Jens Schmitt, Chris Complin, Jim Campbell, Francesco Conte, Ross Holliman

François de Saint-Pierre, Gabrielle Boyle, Mark Pollard, Philippe Ducret, William von Muelting, Angus Parker

Anne Steele, James MacMillan, Patrick Degorre, Edoardo Meradante, Jason Byron, Michel Legros, Tim Isaacs, Stan Pearson, Simon Flood, Alice Gaskell, Olivier Radigaz, Susan Koneahy, Peter Stormonth Darling, Mark Evans, Richard A.F. McClean, Beatrice Philippe, David W.J. Price, Edmund A. Wallis

Sunita Gokhale, Jeremy Lodwick, Hassan Elmazy, Alexandra Pritchard, John Goodacre, Felicity Smith, Beatriz Cabeza de Vaca, William Vinke, Nathalie Deygans

Joelle Ben Hamida, Scott Jaffray, Jeff Corrington, Roland Riatt, Thierry Lacraz, Fabio Paolini, Laurent Nguyen, Nils Francke, Ph. Smeaux

Adrian de Mol van Omerloo, Zafar Ahmadullah, Olaf Siedie, Mark Pignatelli, Chris Taylor, Piers Hillier, David King, Daniele Semza, Andy Brough, Rosemary Banyard

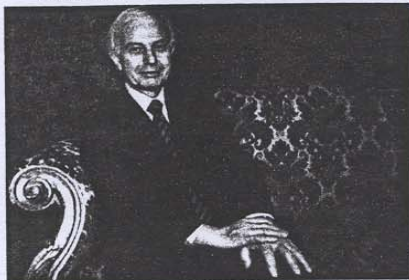
Carol Franklin, Alexander Black

Il problema non è la legislazione, ma il modo di concepire gli affari in Italia e la debolezza dell'Authority nel far rispettare le regole del mercato. Se gli hedge fund come K capital o Liverpool operano in genere in prima persona, le case d'investimento tradizionali spesso no. In molte si ritrovano per

esempio in questo momento a combattere fianco a fianco contro la fusione Olivetti-Telecom, guidati da Deminor, che sta raccogliendo deleghe e organizzando liste di minoranza in assemblea, come ha fatto l'anno scorso in Bnl e quest'anno alla Popolare di Milano, dove all'appuntamento del 12 aprile è riuscita a



A destra, Carlo Gentili, partner di Nextam sgr: ha preso posizione contro l'operazione Marzotto-Zignago. Sotto, il presidente di Assogestioni, Guido Cammarano



di attenzione da parte degli azionisti», dice Mosetti. «Forse però in Italia c'è la tendenza di qualcuno a considerarsi al di sopra delle normali regole dei comuni mortali».

«Chi si impegna di più in genere sono gli hedge fund, ma per Telecom si sono mosse anche le società di gestione tradizionali», conferma **Alessandro Fonzi**, responsabile di Fidelity in Italia. «Certo, la prima cosa che un gestore fa se i diritti delle minoranze non sono tutelati è non investire. Ma se ha investito, magari con posizioni rilevanti, e il management porta avanti politiche in contrasto con l'interesse degli azionisti di minoranza, allora deve intervenire. Fidelity», aggiunge Fonzi, «ha un dipartimento apposito, un team che lavora in vista delle assemblee, al fianco dei gestori, e decide se partecipare o meno, quali posizioni prendere, come votare».

Anche tra i fondi tradizionali c'è però chi sceglie di muoversi da solo. «Noi agiamo indipendentemente, per conto degli azionisti che a vario titolo ci hanno dato mandato di disporre dei loro investimenti», spiega **Andrea Viganò**, amministratore delegato di Merrill Lynch in Italy. «E questo non solo per quote di partecipazione rilevanti. È del resto facoltà di ogni azionista portare istanze su cui raccogliere consensi, nell'esercizio della democrazia assembleare. Ma c'è la possibilità anche al di fuori delle assemblee di far percepire la critica alle scelte del management. E poi c'è lo strumento del mantenimento o meno delle quote in portafoglio: se per esempio c'è un aumento di capitale il fatto stesso di aderire o meno è una valutazione tecnica».

**Puntano tutto** sull'assemblea, invece, i gestori italiani, che solo ultimamente hanno iniziato a scoprire l'esercizio della tutela

degli azionisti di minoranza. «I fondi hanno un luogo dove intervenire, dove far valere le proprie azioni, contarle e pesarle. Ed è l'assemblea», afferma secco **Carlo Gentili**, partner di Nextam sgr, che all'attacco è andata finora una sola volta, all'assise di Zignago, «contro la proposta di acquisto di Marzotto all'80% in più del valore di mercato: sono tornati indietro. Io continuerò da solo», continua Gentili, «senza alleanze, ogni volta che reputerò che i miei risparmiatori siano danneggiati da operazioni straordinarie sul capitale».

E su questo fronte si sta muovendo anche Assogestioni, l'associazione di categoria che è uscita allo scoperto in più occasioni, dall'opa Zignago su Marzotto alla fusione Olivetti-Telecom e da quest'anno ha avviato un servizio alle sgr con l'elenco dettagliato del calendario e dei temi in discussione nelle assemblee. «Qualcosa sta cambiando tra le società di gestione italiane», ammette il presidente **Guido Cammarano**. «C'è una maggiore attenzione ai fatti assembleari. E noi stessi abbiamo scritto alle società del Mib30 per indurle a una modifica statutaria che faciliti la partecipazione alle assemblee».

L'ipotesi è arrivare a possedere un'azione di ogni società quotata, per poter assistere alle assise, organizzare il voto su una lista di minoranza e conquistare i posti di amministratore indipendente in cda. Come ha già fatto qualche casa estera. **Massimo Tosato** di Schroders, per esempio, è nel cda di Bnl anche in rappresentanza di Nortrust nominees e Chase nominees (2,223% del capitale complessivamente). Con lui nel board, indicato dagli stessi gestori, siede l'amministratore delegato di Bulgari, **Francesco Trapani**. E anche per Generali l'ipotesi è di arrivare a un rappresentante nel cda scelto dai fondi d'investimento.

far eleggere un rappresentante (l'avvocato **Alberto Santamaria**) in rappresentanza degli investitori istituzionali internazionali, tra cui, con quote singole superiori al 2%, Barclays global investor e Hermes investment management, il fondo pensione dei dipendenti di British telecom. All'assemblea della Snia, Deminor ha coordinato un grosso gruppo di azionisti di minoranza, su Sai Fondiaria la vicenda è ancora aperta (c'è in corso una causa di 500 piccoli azionisti per risarcimento di danni) ed è in pieno svolgimento la battaglia in Ifil, dove Deminor ha dato indicazione di votare contro l'acquisizione del controllo di Fiat da Ifi. «In tutta Europa c'è un aumento