

di Roberta Castellarin  
e Paola Valentini

**I** due casi più clamorosi sono stati quelli del fondo hedge Algebris gestito da Davide Serra, che ha attaccato la governance di Generali, e del fondo pensione inglese Hermes, che ha messo nel mirino la gestione delle due società del gruppo della famiglia Pesenti: Italcementi e Italmobiliare. Nessuno dei due è riuscito nell'impresa di far votare la propria lista in assemblea, ma i due casi hanno acceso i riflettori sul ruolo che possono avere i gestori nella vigilanza sui governi societari. *MF-Milano Finanza* ha analizzato i verbali delle società quotate, relativi alla stagione assembleare 2008 che si è appena conclusa, per scoprire che in Italia i money manager votano in assemblea ma non prendono quasi mai la parola per andare all'attacco, nonostante abbiano sotto gli occhi l'esempio dell'attivismo dei fondi esteri. Peraltro quest'anno la loro voce si è fatta sentire ancora meno rispetto al passato. Si contano infatti sulle dita di una mano gli interventi durante l'incontro annuale, mentre fino a qualche anno fa c'erano decine di richieste rivolte dai gestori al management delle società. Eppure l'attivismo paga, come ha dimostrato uno studio della London Business School che ha coinvolto proprio Hermes (vedere box in pagina). Ma ecco nel dettaglio chi si è fatto sentire (e chi no). A partire da Assogestioni, l'associazione dei fondi italiani, che nel 2008 ha presentato liste per il rinnovo di quattro cda e cinque colleghi sindacali, facendo eleggere complessivamente sei rappresentanti indipendenti nei consigli e otto sindaci (vedere tabella in pagina), i tre consiglieri di Saipem sono stati eletti su proposta delle sgr.

**Edison.** L'unica sgr che ha preso la parola in occasione dell'assemblea Edison è stata Arca. In particolare Daniele Savarè ha posto il problema dello scarso flottante della società. Infatti il gruppo guidata da Umberto Quadrino, diciannovesimo gruppo italiano per capitalizzazione, ha un flottante inferiore al 10% del suo capitale con diritto di voto. Afferma il rappresentante di Arca: «Questa circostanza pregiudica la possibilità da parte degli investitori istituzionali di essere presenti nell'azionariato in maniera più significativa. Inoltre, questa struttura del capitale rende difficile la presenza di amministratori e sindaci indipendenti». Infatti, in cda ci sono solo due membri indipendenti e nessun comitato è composto da maggioranza da membri che non siano espres-



Giuseppe Novelli

**CORPORATE GOVERNANCE** I money manager italiani sono intervenuti alle assemblee del 2008 solo per votare. Non hanno mai preso la parola, tranne poche eccezioni. Lasciando tutto il palcoscenico ai fondi esteri come Algebris, Hermes e Amber

## Caro gestore batti un colpo

sione degli azionisti di controllo. Il socio quindi invita il cda «ad attuare un'accurata riflessione relativamente alle problematiche espresse e a porre in essere azioni volte a ristabilire un sistema di regole di governo societario appropriato allo status di società quotata in un mercato regolamentato».

**Eni.** Più ricca di interventi l'assemblea del Cane a sei zampe. Umberto Mosetti, rappresentante del fondo Usa Amber Capital, con ogni probabilità l'investitore americano con la presenza più diffusa in società quotate italiane, si è concentrato sulla scelta del ministro dell'Economia di rinviare il rinnovo delle cariche sociali a dopo le elezioni politiche dello scorso aprile. «Voglio rispettare le motivazioni che hanno condotto alla scelta del rinvio dell'assemblea sul rinnovo degli organi sociali», dice Mosetti, «ma a mio avviso si è trattato di un boom-rang per la credibilità del sistema. Auspico che, chiunque sia l'azionista di maggioranza di questa azienda, voglia tenere presente che una società quotata risponde al socio di maggioranza, a tutto il mercato, ma soprattutto a certe migliori pratiche di mercato dalle quali è estremamente pericoloso discostarsi». Invece Luca Forlani di Eurizon capital sgr si è soffermato sulle previsioni di svilup-

po del gruppo, chiedendo se ci sono possibilità di aumentare il dividendo vista la continua ascesa del prezzo del petrolio. Sul primo punto il gestore ha chiesto chiarimenti sull'effettiva possibilità che Eni raggiunga gli obiettivi di crescita della produzione contenuti nel piano triennale, definito ambizioso, dove si prevede un +4,5% medio annuo da qui al 2010 e un

+3% in seguito fino al 2014. «In particolare ci sembra utile sapere quanta parte della crescita al 2011 sia riconducibile a progetti già individuati e se il +3% successivo sia basato su obiettivi, oppure se vi siano progetti specifici, con un buon grado di visibilità». E, a proposito di estero, Forlani sottolinea che «l'alleanza strategica tra Eni e Gazprom e lo sviluppo in

Russia appaiono variabili chiave per la crescita prevista nel piano». Mentre in tema di dividendi il money manager, basandosi sul fatto che «le politiche di dividendo vengono stabilite sulla base del principio di neutralità della cassa nel medio periodo», sottolinea che «le indicazioni attuali fanno riferimento a un prezzo del petrolio di 40 dollari al barile. Appare però ragionevole ritenere che questo livello possa spostarsi verso i 60 dollari». Anche i fondi Arca sono intervenuti in assemblea sottolineando che il 2007 è stato un anno importante per Eni per una serie di operazioni di crescita esterna che «oggi permettono al gruppo di guardare con ottimismo al profilo della produzione nei prossimi anni», spiega Letizia Braticco, che però lamenta il basso tasso di rimpiazzamento delle riserve «che a fine 2007 ha registrato un valore del 19% contro, che è basso rispetto alle altre compagnie». Mentre Giovanni Vietti, di Allianz Global Investors, chiede se siano previsti ulteriori piani di riacquisto di azioni proprie, visto che il programma di buy back in corso si sta avvicinando alla soglia massima autorizzata di 400 milioni di azioni. Queste sono operazioni che «vediamo con assoluto favore. I titoli Eni sono sottovalutati, per cui riteniamo tale misura positiva». In particolare, Vietti auspica che

### LE LISTE PRESENTATE DAI GESTORI

CDA	CAPOGRUPPO
<b>TELECOM - 14 APRILE</b>	<b>ANSALDO - 1 APRILE</b>
Luigi Zingales (eletto)	Giacinto Sarubbi (presidente) (eletto)
Stefano Cao (non eletto)	Bruno Borgia (supplente) (eletto)
Aldo Roveri (non eletto)	<b>MEDIASET - 16 APRILE</b>
Francesco Vella (non eletto)	Alberto Giussani (presidente) (eletto)
<b>PIRELLI - 29 APRILE</b>	Mario D'Onofrio (supplente) (eletto)
Franco Bruni (eletto)	<b>GENERALI - 26 APRILE</b>
Carlo Angelici (eletto)	Eugenio Colucci (presidente) (eletto)
Umberto Psolucci (eletto)	Michele Poellio (supplente) (eletto)
Cristiano Antonelli (eletto)	<b>SAIPEM - 26 APRILE</b>
<b>TERNA - 26 APRILE</b>	Fabio Venegoni (presidente) (eletto)
Luigi Guiso (non eletto)	Alberto De Nigro (supplente) (eletto)
Tito Boeri (non eletto)	<b>TERNA - 26 APRILE</b>
Alberto Pera (non eletto)	Vito Di Battista (eletto) (non eletto)
<b>SAIPEM - 26 APRILE</b>	Tiziano Onesti (supplente) (non eletto)
Flaminio Nebuloni (eletto)	
Anna Maria Arteni (eletto)	
Luca Anderlini (eletto)	
<b>IFIL - 13 MAGGIO</b>	
Sandro Salviati (eletto)	

Lo liste presentate dalle SGR hanno avuto liste antagoniste in:  
Telecom Italia: lista di Firdin; Generali: lista Algebris e lista Edizioni Holding; Terna: lista Generali e per il cda anche lista Eni

## Novelli, non ci siamo impigriti ma abbiamo cambiato tattica

«Nonostante i riscatti dai fondi che a volte hanno reso necessario il coinvolgimento di operatori esteri, i gestori italiani sono più attivi che in passato in materia di governo societario delle aziende in cui investono. E questa non è una risposta agli interventi di Algebris o Hermes, ma è l'effetto della nuova legge sul risparmio che ci ha dato maggiore possibilità di agire». Parola di **Giampaolo Novelli**, vicedirettore generale di Arca sgr e coordinatore del comitato per la corporate governance di Assogestioni, l'associazione dei gestori italiani.

**Domanda.** In passato un rappresentante di Assogestioni partecipava alle assemblee delle principali società per porre questioni in materia di governo societario. Quest'anno non ci sono stati interventi in questo senso. I cda delle blue chip non hanno più alcuna pecca?

**Risposta.** No, non si tratta di un cambio di atteggiamento dei gestori. Non ci siamo impigriti, abbiamo solo cambiato le modalità di intervento. La legge sul risparmio ha reso obbligatorio per gli statuti delle società che sia previsto il voto di lista, mentre prima questo era scelto su base volontaria per chi aderiva a un codice di autodisciplina. Inoltre i quo-

rum per la costituzione di liste da presentare non sono più determinati dalla società, ma dalla Consob. Con un tetto massimo del 2,5% del capitale che scende in base alla capitalizzazione. Questo ci ha dato la possibilità di presentare liste là dove prima era preclusa perché o non c'era voto lista o il quorum era molto alto. Si tratta di un passo avanti rispetto agli interventi che facevamo fino a un paio d'anni fa. Questo dal punto di vista dell'associazione, poi c'è la politica delle singole società di gestione.

**D.** A questo proposito in passato in occasione dei cda delle blue chip si registravano numerosi interventi dei gestori. Oggi sono rari i casi in cui il money manager prende la parola. Perché?

**R.** Noi come Arca da sempre siamo attenti ai temi di governance delle società in cui investiamo; partecipiamo praticamente a tutte le assemblee delle aziende italiane e votiamo i temi all'ordine del giorno. Facciamo interventi per porre domande nei casi in cui lo riteniamo necessario. Quest'anno, per esempio, abbiamo preso la parola nell'assemblea Edison e in quella Eni. Dall'anno scorso partecipiamo anche a servizi di proxy voting in società europee. Ogni sgr può scegliere di essere più o meno attiva, ma è vero che l'assemblea è un mo-

mento istituzionale importante per porre questioni sul governo societario. Mentre le occasioni di dialogo con il management della società su scelte operative e strategie oggi si presentano più volte durante l'anno sia attraverso incontri individuali sia al momento della diffusione dei dati trimestrali.

**D.** Nei mercati anglosassoni la partecipazione è molto più attiva. Un caso su tutti: nel 2006 l'hedge fund Tei si mise di traverso contro il tentativo di Deutsche Boerse di conquistare il London Stock Exchange, ottenendo il fallimento dell'operazione. Perché in Italia ancora si parla poco di questi temi, a meno di interventi clamorosi come quello di Algebris?

**R.** Nei mercati anglosassoni c'è una maggiore cultura della governance. Basta pensare che il fondo pensione Hermes, di recente intervenuto in Italmobiliare, ha una struttura dedicata a questi temi. È auspicabile che si vada anche in Italia in quella direzione perché la presenza di amministratori indipendenti e sindaci indicati dagli investitori istituzionali ha una doppia funzione: di stimolo per un miglior governo della società e per la tutela dei diritti degli azionisti, ma anche di vigilanza. (riproduzione riservata)

## L'attivismo fa bene alle performance

Affidarsi i propri risparmi a un gestore attivo, che partecipa alle assemblee e incontra la società per chiedere più soldi per gli azionisti o per bocchettare operato o stipendi del management, conviene. Lo sostiene uno studio appena pubblicato dalla London Business School che ha scoperto che l'attivismo contribuisce di più dello stock picking alla sovraperformance del fondo rispetto al benchmark. La ricerca si è basata sui dati resi disponibili dal fondo pensione dei dipendenti della British Telecom, Hermes fund, che ha rivelato ai ricercatori tutte le occasioni ufficiali e non in cui ha bussato alla porta delle società in cui investe il suo comparto UK Focus fund. Scrivono i ricercatori: «Il fondo fa meglio del benchmark e riteniamo che questa sovraperformance sia la conseguenza dell'impegno nell'attività di governance più che della selezione delle singole società. Abbiamo scoperto che più volte Hermes ha chiesto e ottenuto cambiamenti significativi nelle strategie delle società, come la rifocalizzazione sul core business, maggiore generosità verso gli azionisti o anche cambiamenti nel management, incluso la nomina di nuovi amministratori delegati o presidenti». Il fondo Hermes esporta anche Oltremarina questo

suo attivismo. A fine aprile, in occasione della proposta di conversione in ordinaria delle Italmobiliare di risparmio, ha presentato una relazione di 20 pagine in cui critica la corporate governance e la gestione degli investimenti di Italcementi e Italmobiliare, le società della famiglia Pesenti. In assemblea il fondo non è riuscito a imporre i propri candidati come indipendenti per Italmobiliare perché ha prevalso la lista di maggioranza. Ma ha ottenuto la pubblicazione trimestrale del nav (net asset value) della holding e un'apertura sull'eventuale riassetto delle quote in Itis e Mediobanca. Un primo risultato nel dialogo aperto con la società. Crede nell'attivismo anche Calpers, il fondo pensione dei dipendenti pubblici della California, che comunica ai propri sottoscrittori le scelte di voto nelle assemblee a cui partecipa. Ma non solo. Calpers ogni anno mette sotto la lente un gruppo di società deludenti per governance e risultati dati agli azionisti e apre un dialogo con le aziende per chiedere cambiamenti radicali. Quest'anno nella lista nera sono finite la catena di ristoranti Cheesecake factory, due società che operano nell'immobiliare, Z-Bay e Standard Pacific, e il broker assicurativo Hilb Rogal & Hobbs.

bocchettatura dell'opac sulla Marzotto: «Quest'anno non c'erano casi del genere su cui fare battaglia. Avrei voluto partecipare all'assemblea Telecom per invitare il management a farsi assegnare le stock option con una strike pari al prezzo a cui è avvenuta la transazione: mi pareva un fatto di opportunità e di sensibilità verso azionisti e dipendenti che con Telecom negli ultimi anni hanno subito ogni genere di traversia. In generale», prosegue Gentili, «sono contrario agli interventi nelle assemblee fatti da Assogestioni a nome dagli azionisti perché si tratta di un'associazione tecnica che non dovrebbe occuparsi delle liste dei consiglieri indipendenti ma piuttosto di questioni politiche: fare lobbying per ottenere una tassazione più equa per i fondi italiani. La rappresentanza degli interessi dei miei risparmiatori spetta a me e non è delegabile. A proposito di indipendenti», conclude il gestore di Nextam, «ritengo che questa figura sia un'anomalia italiana dovuta a un basso grado di eccitata del mondo degli affari. Gli indipendenti servono nelle public company per evitare che il management si autoprotetta, altrimenti non hanno senso. Nelle società dove c'è un azionista di controllo voglio amministratori dipendenti e ultra-fideli alla società». (riproduzione riservata)

le azioni proprie siano cancellate in modo da spianare la strada a un ulteriore piano di riacquisto.

**Sabaf.** Etica sgr investe soltanto in società che passano un accurato screening sulla base di indicatori sociali, ambientali e di governance. Tra le poche azioni italiane che hanno superato il test c'è Sabaf. In occasione dell'assemblea della società **Alessandra Viscovi**, dg di Etica sgr, ha preso la parola per sottolineare che Sabaf è una delle poche imprese ad aver legato il piano di incentivazione basato su azioni anche a obiettivi di carattere ambientale o sociale. E ha chiesto «se sono già disponibili i dati relativi all'anno 2007 sugli eventuali risparmi ottenuti grazie alla riduzione dei rifiuti pericolosi, indicati come obiettivo del piano incentivazione 2007-2009».

**Indesit.** Anche il gruppo di Vittorio Marioni è nel portafoglio di Etica. **Marcello Colla**, gestore della sgr, ha chiesto al management dell'azienda di Fabiano informazioni sul monitoraggio socio-ambientale dei fornitori e ha proposto l'introduzione di obiettivi ambientali per i prossimi piani di stock option. Etica sgr nel 2006 in occasione dell'assemblea Telecom sollevò il problema della remunerazione degli amministratori senza ottenere risultati. Ne conseguì l'uscita di Te-

lacom dai portafogli dei fondi di Etica. Che è attiva anche all'estero. Ha votato on-line sulla base delle indicazioni della fondazione svizzera Ethos all'assemblea di Swisscom e di Eli Lilly. In questo caso ha votato contro le stock option e a favore delle mozioni di Calpers, Peta e del sindacato A2-Cio. Nei prossimi mesi parteciperà alle assemblee di Cisco e Vodafone. Etica sta anche creando con una

fondazione svizzera e una sgr francese una rete di azionariato attivo transfrontaliera. Si tratta, però, di eccezione nel panorama italiano.

**Le ragioni del silenzio.** Perché i gestori indipendenti nella grande maggioranza dei casi non intervengono? «Preferiamo esprimerci con il voto, piuttosto che fare interventi che definirei estetici», spiega **Simone Chellini**, ge-

stare dell'hedge fund italiano Uniforme Albatross. «Se ci accorgiamo che con le quote detenute dal nostro fondo, che ha un patrimonio di 100 milioni, non possiamo cambiare la sostanza delle cose non facciamo i tentativi». Gli fa eco **Carlo Gentili**, fondatore di Nextam partners, che nel 2002 era a capo di una cordata di gestori che ottennero una memorabile vittoria all'assemblea di Zignago con la

## SONO SEMPRE PIÙ PREZIOSO.

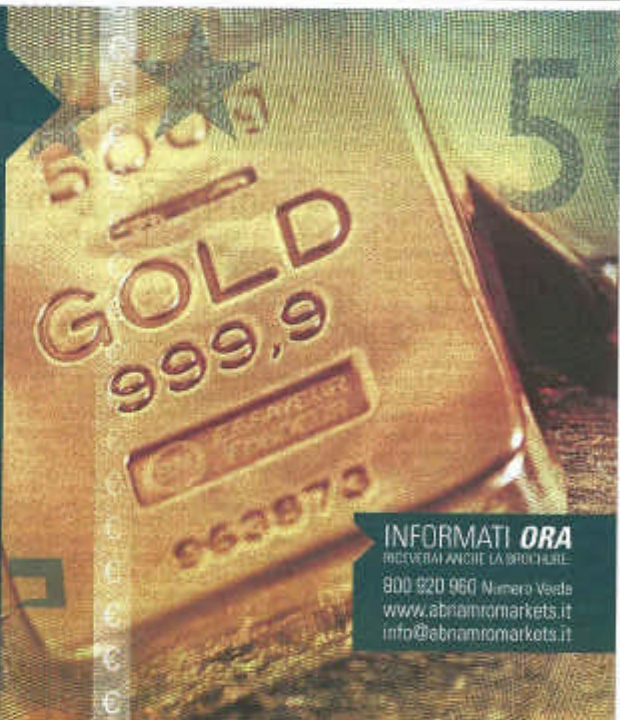
BENCHMARK QUANTO CERTIFICATES.

Oggi investo coperto dal rischio cambio.

Con i nuovi Benchmark Quanto Certificates posso investire sul rialzo del metallo prezioso per eccellenza, l'oro, con copertura del rischio cambio a scadenza (1 Dollaro = 1 Euro). Oggi la gamma dei Quanto comprende anche argento, platino, palladio, indice India, indice giapponese Nikkei 225, indice americano S&P 500, indice cinese Shanghai B-Share. I Certificates sono negoziabili, tramite la tua banca di fiducia, sulla Borsa Italiana.

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	PARITÀ	SCADENZA
NL0006253759	Oro	0,01	01.04.2010
NL0006253742	Argento	0,1	01.04.2010
NL0006253775	Platino	0,01	01.04.2010
NL0006253767	Palladio	0,01	01.04.2010
NL0006253809	Nikkei 225	0,001	01.04.2010
NL0006253817	S&P 500	0,01	01.04.2010
NL0006253783	Shanghai B-Share	0,01	01.04.2010
NL0006253791	India	0,01	01.04.2010

In relazione alle "US Persons" possono essere applicabili leggi USA. Le suddette informazioni, in quanto a quelle sui rischi, sul trattamento fiscale e sul dettaglio dei costi, devono essere necessariamente integrate con quella, a cui si rinvia, messa a disposizione dall'intermediario in base alla normativa di volta in volta applicabile, o con quelle reperibili nel Prospetto di Base di Certificates e nelle pertinenti Condizioni Definitive scaricabili dal sito oppure richiedibili al Numero Verde e presso la sede di via Meravigli 7, Milano. PRIMA DELLA NEGOTIAZIONE LEGGERE ATTENTAMENTE IL PROSPETTO DI BASE DI CERTIFICATES E LE PERTINENTI CONDIZIONI DEFINITIVE.



**INFORMATI ORA**  
 RICEVERAI ANCHE LA BROCHURE  
 800 920 960 Numero Verde  
 www.abnammarkets.it  
 info@abnammarkets.it

Making more possible **ABN-AMRO**