

**Relazione illustrativa all'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea di Italmobiliare SpA ex art. 10 dello statuto sociale e art. 126-bis del D.Lgs. n. 58/98**

Signori Azionisti,

siete stati convocati – previa integrazione dell'ordine del giorno dell'Assemblea della nostra società su richiesta avanzata da Hermes Focus Asset Management Europe Ltd (di seguito, "HFAME") - per deliberare su una proposta di attribuzione ai soci portatori di azioni di risparmio non convertibili della facoltà di convertire queste ultime in azioni ordinarie di nuova emissione – aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione (valore nominale pari ad Euro 2,60 e con godimento, per quanto riguarda la partecipazione agli utili, dal 1° gennaio 2008) – da attribuire ai possessori di azioni di risparmio che esercitino la facoltà di conversione in ragione di una azione ordinaria di nuova emissione ogni azione di risparmio offerta in conversione, senza il pagamento di alcun conguaglio.

Si precisa che non è stata richiesta una convocazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio, ai sensi e per gli effetti degli articoli 2376 del codice civile e 146 e 147-bis del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, per approvare le delibere eventualmente assunte dall'Assemblea dei titolari di azioni ordinarie in quanto si ritiene che la delibera di conversione proposta non pregiudichi i diritti degli stessi azionisti di risparmio. Parimenti, si ritiene che, salvo diversa determinazione del Consiglio di Amministrazione della società, in considerazione della circostanza che la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie è proposta su base volontaria e non determina – se non per scelta del titolare delle stesse – una modifica del regime di partecipazione e di voto, non ricorrano i presupposti per l'esercizio del diritto di recesso ex art. 2437 e seguenti del codice civile. L'eventuale approvazione non avrebbe inoltre alcun impatto sui piani di *stock option* esistenti.

Il capitale sociale di Italmobiliare S.p.A. è attualmente costituito da 22.182.583 azioni ordinarie e da 16.343.162 azioni di risparmio n.c. (non convertibili) – entrambe le categorie di azioni da nominali Euro 2,60 ciascuna. Ai sensi dell'articolo 31 dello statuto della società, alle azioni di risparmio è attribuito un dividendo privilegiato fino alla concorrenza del 5% del valore nominale dell'azione.

Le azioni di risparmio rappresentano pertanto una frazione significativa del capitale sociale, pari al 42,42%, a fronte del 57,58% del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie. Ciò provoca un'inefficienza nella struttura del capitale e una consistente distorsione dei diritti di voto nella società, con ripercussioni negative sul mercato dei titoli dell'emittente.

## Motivazioni della proposta di conversione

Hermes Focus Asset Management Europe Ltd detiene, alla data odierna, 615,598 azioni ordinarie e 634,736 azioni di risparmio di Italmobiliare SpA. HFAME fa parte del gruppo Hermes Fund Managers Ltd. (di seguito, "Hermes"), che gestisce e fornisce servizi di *stewardship* e *advice* per attività pari a circa 100 miliardi di euro per conto di fondi pensione e altri investitori istituzionali. Hermes è di proprietà di uno dei maggiori fondi pensione del Regno Unito (il BT Pension Scheme) e investe per conto di circa 250 clienti che rappresentano gli interessi di oltre 8 milioni di pensionati nel mondo. HFAME ha iniziato a comprare titoli di Italmobiliare nell'autunno 2006, investendo circa 85 milioni di Euro per la quota attualmente detenuta.

HFAME ritiene che i Consigli di Amministrazione (di seguito, "CdA") e il *management* di Italmobiliare abbiano la possibilità di creare notevole valore per i propri azionisti in un'ottica di lungo periodo. Dopo un periodo di significativa sottoperformance, al momento le azioni della società quotano ampiamente a sconto rispetto al loro valore potenziale e a quello delle proprie attività. Ciò è indice di un diffuso scetticismo tra gli investitori riguardo sia la *performance* attesa della società che i profili di rischio connessi all'investimento.

E' a nostro avviso doveroso, per un CdA prudente, analizzare e affrontare concretamente le ragioni sottostanti a situazioni di sottoperformance o sottovalutazione. Abbiamo presentato alcune considerazioni al Presidente (Ing. Giampiero Pesenti) durante un incontro tenutosi il 10 maggio 2007. A seguito di tale incontro, abbiamo chiesto diverse volte, senza successo, di avere un ulteriore confronto col Presidente per assicurarci che le nostre osservazioni e i nostri suggerimenti fossero stati tenuti in considerazione. Il Direttore Generale (Ing. Carlo Pesenti) non è stato ad oggi disponibile per una discussione approfondita. Alla fine di novembre 2007, abbiamo inoltre inviato al Presidente e al Direttore Generale (visto anche il suo ruolo di Amministratore Delegato di Italcementi) alcune osservazioni sui motivi che hanno portato Italcementi (il principale investimento di Italmobiliare e della cui gestione Italmobiliare stessa è responsabile) a registrare, sia nel 2007 che negli anni precedenti, una *performance* significativamente inferiore ad altre società del settore e sui motivi per cui la società venga valutata ad un notevole sconto rispetto alle società comparabili, suggerendo al contempo alcune misure per porre rimedio a tale situazione e reiterando la nostra disponibilità ad un incontro. Nel gennaio 2008, abbiamo inviato una lettera a tutti i componenti i Consigli di Amministrazione di Italmobiliare e Italcementi, al fine di rendere note le nostre osservazioni e richiedere un *feedback* sulle stesse, ricevendo in seguito due lettere dal Presidente in cui non si fornivano risposte soddisfacenti alle problematiche da noi sollevate.

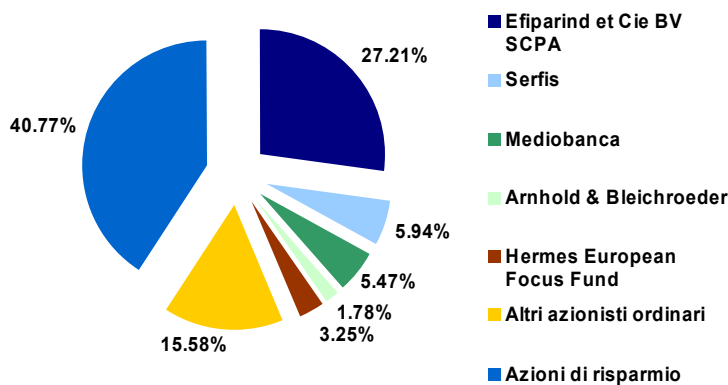
Riteniamo che in società come Italmobiliare, in cui un azionista di minoranza del capitale sociale (ma di maggioranza di quello votante) occupa le principali

posizioni esecutive, i CdA debbano assicurare che il livello di controllo del *management* (e di confronto critico con lo stesso) sia ben superiore alla media in modo da fornire agli azionisti che non partecipano alla gestione sufficiente conforto in merito al fatto che la società sia gestita secondo criteri di ottimizzazione di valore per tutti gli azionisti. Secondo le informazioni pubbliche, la famiglia Pesenti detiene azioni pari al 27,2% del capitale sociale di Italmobiliare; ciò corrisponde (considerando la partecipazione di Italmobiliare in Italcementi) ad una quota pari a circa il 10,5% del capitale sociale di Italcementi. Nonostante un investimento limitato, l'azionista di controllo sembra dominare tutti i processi decisionali nel gruppo, occupando, tra l'altro, le principali cariche esecutive (esprimendo il Presidente del CdA e l'Amministratore Delegato in entrambe le società). In una simile situazione, i CdA devono essere particolarmente attenti a garantire che le nomine esecutive vengano effettuate e mantenute nel tempo rigorosamente su base meritoria piuttosto che sulla base di legami familiari e che la gestione sia effettuata unicamente a favore della società piuttosto che dell'azionista di controllo (seppure di minoranza).

La nostra proposta è inoltre giustificata dal fatto che il *management* non abbia nel tempo adottato o anche prospettato agli azionisti alcuna soluzione per razionalizzare la struttura del capitale della società, caratterizzata dalla presenza di una classe di titoli senza diritto di voto che rappresenta oltre il 40% del capitale.

**Fig. 1 – Distribuzione del capitale sociale di Italmobiliare**

**Distribuzione del Capitale Sociale di Italmobiliare**

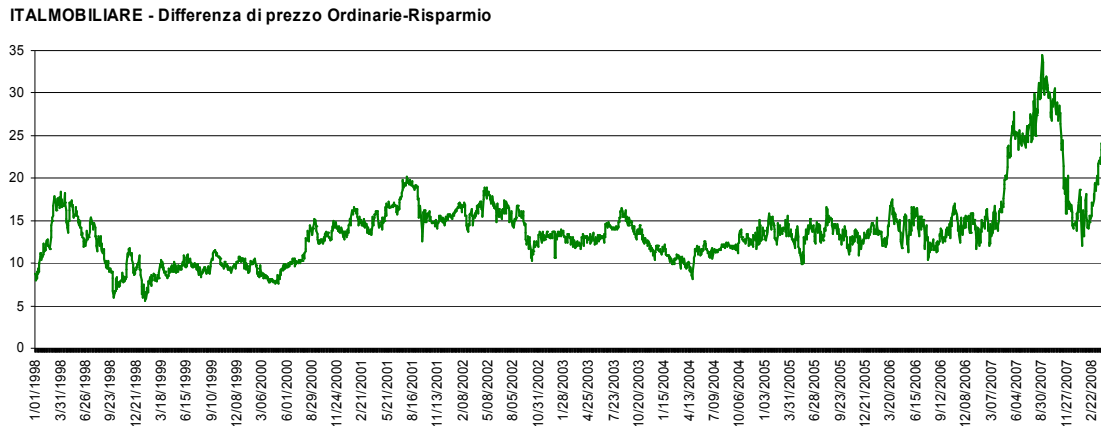


Fonte: HFAME, Consob, Verbali Assemblea Italmobiliare

Come mostrato in Figura 2, la differenza di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio non è mai scesa sotto i 5 Euro e ha toccato (di recente) punte intorno ai 35 Euro. La differenza di prezzo assume rilevanza in questo contesto in quanto, in base allo statuto di Italmobiliare, il dividendo aggiuntivo attribuibile alle azioni di risparmio è rappresentato da un importo fisso pari al valore nominale delle azioni stesse, ovvero pari a 7,8 centesimi di Euro. Essendo il dividendo aggiuntivo un importo fisso, lo si può valutare, in termini finanziari, come una rendita perpetua. Utilizzando un fattore di sconto pari al 10%, si ottiene che il

valore di tale rendita dovrebbe essere di 78 centesimi di Euro. In altre parole, il dividendo aggiuntivo giustificerebbe per le azioni di risparmio un premio rispetto alle ordinarie pari a 78 centesimi di Euro. Al contrario, come mostrato, le azioni di risparmio hanno sempre trattato al di sotto delle ordinarie per importi peraltro molto rilevanti.

**Fig. 2** – Differenza di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio (dall'1/1/1998 al 16/4/2008, in EUR. Fonte: FACTSET)



L'inefficienza dell'attuale struttura del capitale è individuabile anche analizzando il livello di liquidità che caratterizza le differenti classi di azioni. Come mostrato in figura 3, i volumi medi di scambio sulle azioni Italmobiliare non evidenziano differenze particolarmente significative tra le due classi di azioni e anzi negli ultimi 10 anni, i titoli di risparmio sono stati molto spesso addirittura più liquidi di quelli ordinari (per esempio, negli ultimi 6 anni, solamente nel 2007 si può osservare una liquidità maggiore dei titoli ordinari). Ad ogni modo, se le azioni fossero unificate in una sola classe, il titolo beneficerebbe senz'altro di maggiore liquidità.

**Fig. 3** - Volumi medi di scambio giornalieri (in EUR)

	Azioni Ordinarie	Azioni di Risparmio
<b>1998</b>	1,177,009	1,232,853
<b>1999</b>	965,496	631,869
<b>2000</b>	1,207,118	826,182
<b>2001</b>	1,035,665	823,546
<b>2002</b>	540,989	811,100
<b>2003</b>	301,375	534,179
<b>2004</b>	497,859	708,567
<b>2005</b>	806,206	1,395,527
<b>2006</b>	1,456,092	1,640,430
<b>2007</b>	2,779,559	2,107,046

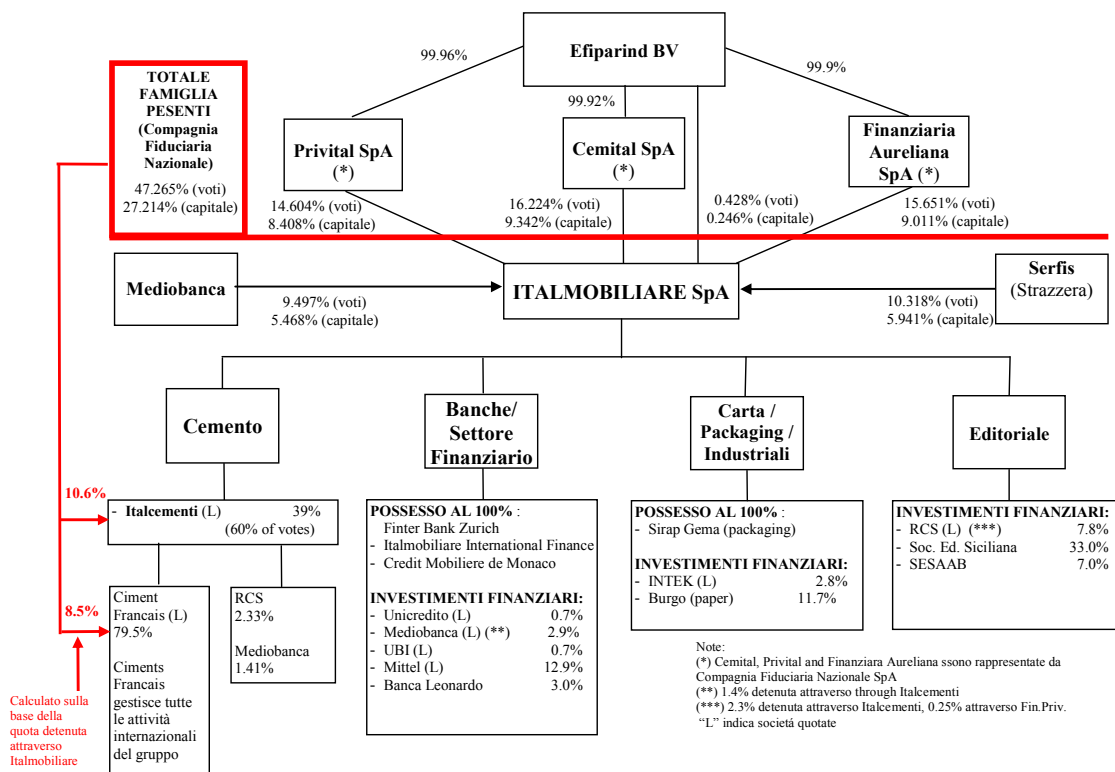
Fonte: FACTSET

Queste considerazioni ci portano a concludere che lo sconto sia in larga parte attribuibile alla mancanza del diritto di voto e al fatto che tale diritto attribuisce diritti di controllo sugli *asset* detenuti da Italmobiliare. In particolare, lo sconto riflette anche il fatto che il *management* non ha nel tempo intrapreso o prospettato alcuna iniziativa sulle azioni di risparmio (come *buy-back*, dividendi straordinari o prospettive di conversione in ordinarie) e il fatto che la mancanza dei diritti di voto non offre ai detentori delle azioni di risparmio l'opportunità di esprimere il proprio dissenso nel caso in cui il management segua linee gestionali non improntate alla creazione di valore.

Come accennato in precedenza, il gruppo Italmobiliare si struttura come una catena societaria che, grazie all'utilizzo diffuso di azioni senza diritto di voto in due società del gruppo, consente alla famiglia Pesenti di mantenere un controllo completo e insindacabile su 3 società quotate (Italmobiliare, Italcementi e Ciments Francais) e di partecipare al controllo di altre importanti società quotate (tra cui Mediobanca, Unicredit, Mittel, RCS Mediagroup) a fronte di un investimento limitato nella capogruppo Italmobiliare.

In questa situazione, si crea una evidente asimmetria tra rischio connesso all'investimento e diritti di controllo corrispondenti, una separazione tra proprietà e controllo che diventa via via più marcata allontanandosi dal vertice della catena societaria: come mostrato in figura 4, il controllo su Ciments Francais (in cui Italmobiliare, attraverso Italcementi, esercita oltre l'80% dei diritti di voto) è esercitato a fronte di un investimento attribuibile alla famiglia Pesenti pari a poco più dell'8% del capitale della società.

**Fig. 4 – Struttura del gruppo Italmobiliare**



Tra le società italiane quotate in borsa, la catena di società facenti capo a Italmobiliare è quella che utilizza maggiormente le azioni di risparmio. Come mostrato in figura 5, una sola società in Italia possiede un numero di azioni di risparmio superiore – in proporzione al capitale sociale - a Italmobiliare e Italcementi, ma nessun altro gruppo in Italia presenta una diluizione dei diritti di

voto così elevata (in quanto le azioni di risparmio sono usate in maniera significativa in due società quotate del gruppo). La stessa CONSOB ha di recente illustrato come l'utilizzo di azioni senza diritto di voto sia molto diminuito nel corso degli anni<sup>1</sup>, evidenziando, allo stesso tempo, come l'utilizzo di questi strumenti sia connesso a situazioni di conflitto di interesse attuale e potenziale.

**Fig. 5** - Analisi del capitale sociale società italiane quotate emittenti azioni di risparmio

Società	Azioni Ordinarie	Azioni di Risparmio	Azioni Privilegiate	Totale	% azioni di risparmio sul capitale sociale
Danieli	40,879,533	40,425,033	0	81,304,566	49.7%
<b>Italmobiliare</b>	<b>22,182,583</b>	<b>16,343,162</b>	<b>0</b>	<b>38,525,745</b>	<b>42.4%</b>
<b>Italcementi</b>	<b>177,117,564</b>	<b>105,431,378</b>	<b>0</b>	<b>282,548,942</b>	<b>37.3%</b>
Saes Getters	15,271,350	7,460,619	0	22,731,969	32.8%
Telecom Italia	13,380,794,192	6,026,120,661	0	19,406,914,853	31.1%
Fondiaria-SAI	125,331,457	43,361,222	0	168,692,679	25.7%
Buzzi Unicem	165,349,149	40,711,949	0	206,061,098	19.8%
Montefibre	130,000,000	26,000,000	0	156,000,000	16.7%
Banca Carige	1,614,659,968	175,270,935	0	1,789,930,903	9.8%
Banco Desio	117,000,000	13,202,000	0	130,202,000	10.1%
Intesa-SanPaolo	11,849,332,367	932,490,561	0	12,781,822,928	7.3%
Milano Assicurazioni	452,370,625	30,739,882	0	483,110,507	6.4%
Fiat	1,092,247,485	79,912,800	103,292,310	1,275,452,595	6.3%
INTEK	347,775,574	15,179,677	0	362,955,251	4.2%
RCS	732,669,457	29,349,593	0	762,019,050	3.9%
IFIL	1,038,612,717	37,383,020	0	1,075,995,737	3.5%
Pirelli & C	5,233,142,003	134,764,429	0	5,367,906,432	2.5%
Edison	5,181,072,080	110,592,420	0	5,291,664,500	2.1%
Telecom Italia Media	3,295,372,469	54,969,513	0	3,350,341,982	1.6%
Seat Pagine Gialle	8,208,980,696	136,074,786	0	8,345,055,482	1.6%
Borgosesia	68,225,775	909,677	0	69,135,452	1.3%
Indesit	113,630,684	511,282	0	114,141,966	0.4%
Impregilo	401,474,813	1,615,491	0	403,090,304	0.4%
Unicredito	13,344,461,963	21,706,552	0	13,366,168,515	0.2%
Gemina	1,469,197,552	3,762,768	0	1,472,960,320	0.3%
Unipol	1,479,885,786	0	911,540,314	2,391,426,100	0.0%

Fonte: Consob (al 14 aprile 2008), HFAME

Dal punto di vista finanziario, un utilizzo eccessivo di azioni di risparmio rappresenta un canale di finanziamento inefficiente, che comporta una consistente diluizione finanziaria per gli azionisti. Riteniamo che Italmobiliare debba abbandonare l'utilizzo delle azioni di risparmio, in modo da evitare sia ulteriori diluizioni di valore, sia scelte gestionali potenzialmente dannose non supportate da un adeguato livello di partecipazione al capitale sociale.

La nostra proposta è finalizzata a rimuovere le evidenti distorsioni derivanti dall'utilizzo eccessivo delle azioni di risparmio. Al riguardo, sono due le opzioni che potrebbero essere prese in considerazione.

- 1) un buy-back delle azioni di risparmio e il loro successivo annullamento
- 2) una conversione delle azioni di risparmio in ordinarie

Abbiamo proposto al *management* di effettuare un *buy-back* in varie occasioni, (ritenendo che un *buy-back* delle azioni di risparmio con la successiva

<sup>1</sup> Si veda il documento di consultazione sulle operazioni con parti correlate, disponibile sul sito CONSOB [http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20080409.pdf](http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20080409.pdf).

cancellazione delle azioni riacquistate possa consentire alla società un uso più corretto della leva finanziaria) sia nella nostra presentazione del maggio 2007, sia nelle nostre comunicazioni scritte del novembre 2007 e del gennaio 2008, sia negli incontri avuti col Condirettore Generale Amministrazione e Finanza. Abbiamo anche illustrato i meccanismi per cui un *buy-back* porterebbe ad un accrescimento immediato del *Net Asset Value* (di seguito, "NAV") per azione e di come questo effetto si amplifichi nel tempo, mostrando come, ad esempio, un *buy-back* effettuato nel 2004 avrebbe creato alla data odierna oltre un miliardo di Euro di valore aggiuntivo per gli azionisti di Italmobiliare. E' inoltre utile notare che, sebbene Italmobiliare chieda ogni anno l'autorizzazione al riacquisto di azioni proprie (anche di risparmio), questi riacquisti non siano mai stati effettuati nella pratica.

Come opzione alternativa, evidentemente praticabile, proponiamo all'assemblea la conversione volontaria delle azioni di risparmio in ordinarie, ritenendola nel migliore interesse della società. Ciò avrebbe, tra le varie conseguenze positive, quella di aumentare la liquidità dei titoli e di rimuovere varie distorsioni di *corporate governance*, dando uguale peso a tutti gli azionisti di minoranza (vale la pena di ricordare che le azioni di risparmio rappresentano oltre il 40% del capitale sociale e, pertanto, rappresentano gran parte delle minoranze azionarie). Il mantenimento della corrente struttura sembra indirizzato a finalità diverse dalla creazione di valore per gli azionisti, ma piuttosto al perseguimento di interessi privati dell'azionista di controllo.

La semplificazione della struttura del capitale, come proposta, consentirebbe infatti di fruire di un maggior apprezzamento delle azioni ordinarie da parte degli investitori istituzionali e del mercato, con conseguente incremento della capitalizzazione complessiva della società. Ulteriore vantaggio che conseguirebbe dall'approvazione di tale delibera sarebbe quello di perseguire l'obiettivo finale di eliminare i costi legati al mantenimento di diverse classi di azioni e, in particolare, la rimozione dei vincoli procedurali per l'attuazione di eventuali operazioni straordinarie le quali richiedessero l'approvazione specifica dell'assemblea speciale di categoria (eliminando, di fatto, i rischi di potenziali situazioni di conflitto d'interesse tra azionisti ordinari e di risparmio).

Riteniamo che, qualora la delibera non venisse approvata (evidentemente a seguito di un voto contrario o di un'astensione da parte dell'azionista di controllo), il CdA della società debba prendere in esame le problematiche qui evidenziate, ivi inclusa l'ipotesi di conversione e fornire agli azionisti adeguata informativa sulle ragioni del mantenimento o meno della struttura corrente del capitale alla luce dell'interesse della società e sulle iniziative da intraprendere per ottimizzare tale struttura.

Forniamo di seguito alcune ulteriori osservazioni in merito alla gestione di Italmobiliare e Italcementi, ritenendo che molte delle inefficienze da noi ravvisate siano conseguenza della struttura attuale del capitale della società che, come già precisato, consente a un azionista di minoranza di esercitare il controllo sulla società.

## Italmobiliare

### Cariche sociali ed incarichi all'esterno del gruppo

Il Consigliere Delegato di Italmobiliare è presidente di 2 CdA di società nel gruppo e membro di altri 4 CdA di società esterne al gruppo. Egli riveste al contempo la carica di Presidente e Consigliere Delegato, una pratica di *corporate governance* scoraggiata dalla grandissima maggioranza dei codici di regolamentazione del mondo. Egli è coadiuvato da un Direttore Generale, il quale non solo è l'Amministratore Delegato di un'importante società industriale, ma è altresì membro di 6 CdA di società quotate (oltre a ricoprire altri incarichi in società non quotate). È per noi inammissibile che i vertici di una società di investimento con attività del valore di svariati miliardi di euro e attività in 22 paesi siano soggetti a così tante distrazioni e possano al tempo stesso gestire Italmobiliare e le sue controllate in modo da conseguire risultati ottimali e da mantenere livelli di rischio appropriati. Questa considerazione sembra essere supportata dal fatto che, come constatiamo, il Presidente e il Direttore Generale (differentemente da altri esponenti del *management*) sembrano non avere trovato tempo sufficiente ad avere un dialogo con HFAME come azionista rilevante.

Riteniamo che la struttura del *management* debba essere rivista e resa conforme alle necessità della società.

### Mancanza di Trasparenza

La *performance* di una *holding* come Italmobiliare può essere analizzata in maniera appropriata analizzando i *benchmark* tipicamente utilizzati per le società di investimento piuttosto che quelli utilizzati per le società industriali. Questi includono il cosiddetto *Net Asset Value* (o "NAV") e altri indicatori dei livelli di rischio e dei risultati in relazione ai rischi sostenuti. Rappresentare la situazione finanziaria di Italmobiliare unicamente con le modalità tipiche utilizzate per un gruppo industriale non consente né agli investitori, né allo stesso CdA di valutare correttamente l'andamento della gestione come sarebbe appropriato, in particolar modo in periodi di sottoperformance come il 2007, in cui le quotazioni di Italmobiliare e Italcementi hanno avuto un andamento particolarmente negativo. Riteniamo che Italmobiliare non possa in alcun modo essere considerata una pura *holding* industriale, dal momento che le attività industriali direttamente gestite dal gruppo rappresentano circa la metà del NAV, mentre il resto è rappresentato da investimenti finanziari, peraltro direttamente gestiti dal *management* di Italmobiliare.

Riteniamo pertanto che Italmobiliare debba migliorare la *disclosure* comunicando gli indicatori e i *budget* di rischio, gli obiettivi di *performance* e pubblicando il NAV. Altre importanti *holding* europee, come Eurazeo, Investor AB o Groupe Bruxelles Lambert hanno già da tempo iniziato a pubblicare il NAV e ad aggiornarlo periodicamente attraverso i loro siti *web*.

## Gestione degli investimenti e dei rischi

A differenza di altre *holding* e società di investimento europee, Italmobiliare non ha una figura professionale dedicata alla gestione del portafoglio (quello che in genere viene denominato *Chief Investment Officer*), non ha una strategia di investimento trasparente (non si conoscono, ad esempio, a quali parametri o obiettivi siano legate le decisioni di investimento o disinvestimento), e non sembra avere un *team* dedicato alla valutazione e alla ricerca finanziaria. Riteniamo che ciò non sia appropriato per una società con attività pari a 3,5 miliardi di euro,  $\frac{3}{4}$  delle quali gestite per conto di azionisti esterni.

Mentre società di investimento gestite in maniera prudente evitano eccessive concentrazioni dei rischi, Italmobiliare detiene l'80% del suo NAV in due settori e circa il 50% in una sola società. Mantenere una simile concentrazione in settori altamente correlati (molte crisi bancarie sono state causate da crisi nel settore immobiliare/edile) é particolarmente rischioso e, nel 2007, questa strategia ha esposto gli azionisti di Italmobiliare a una significativa erosione di valore.

Un esempio dell'apparente carenza di gestione professionale degli investimenti é rappresentato da *Italmobiliare International Finance* (di seguito, "IIF"), una sussidiaria interamente posseduta e direttamente gestita da Italmobiliare, con sede in Irlanda. Negli anni passati (e anche nel 2007), Italmobiliare ha re-investito i proventi derivanti da alcuni disinvestimenti in IIF. Alla fine del 2007, IIF aveva attività totali pari a € 700.6 milioni, investiti in obbligazioni e altri strumenti finanziari. La società fornisce inoltre supporto finanziario ad altre società del gruppo (a fine 2006, i prestiti intra-gruppo ammontavano a € 54 milioni). Come rilevato in precedenza, i ritorni di IIF, negli ultimi 3 anni, sono stati molto bassi; la società ha avuto utili netti corrispondenti a un rendimento inferiore al 3% (1,44% nel 2006, in perdita nel 2007) e ritorni sulle attività investite (ovvero i risultati escludendo i ritorni da depositi e anticipazioni) ancora più ridotti. Nonostante le dimensioni dell'attivo, la società consegue ritorni appena paragonabili a quelli che ci si potrebbe aspettare da un deposito di risparmio, sostenendo però rischi molto maggiori. Nel 2006 e nel 2007, i ritorni ottenuti da IIF (€ 9,2 milioni e una perdita di € 2,2 milioni rispettivamente) su una base di attività pari a ben oltre € 600 milioni sono stati persino inferiori agli interessi corrisposti da Italmobiliare SpA relativamente al suo debito (€ 14,5 milioni e € 24 milioni rispettivamente, su una base debitoria totale pari a € 474 milioni e € 524 milioni).

**Fig. 7 – Italmobiliare International Finance**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Attività</b>	<b>457,322.9</b>	<b>562,721.7</b>	<b>581,242.8</b>	<b>595,209.3</b>	<b>612,789.5</b>	<b>638,993.5</b>	<b>700,600.0</b>
<b>Passività</b>	2,595.2	1,794.5	1,406.8	804.6	1,610.2	1,207.8	900.0
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>454,727.7</b>	<b>560,927.2</b>	<b>579,836.0</b>	<b>594,404.7</b>	<b>611,179.2</b>	<b>637,785.7</b>	<b>699,700.0</b>
<b>Utile Netto</b>	<b>18,770.0</b>	<b>16,199.5</b>	<b>18,908.8</b>	<b>14,568.7</b>	<b>13,191.2</b>	<b>9,199.2</b>	<b>(2,200.0)</b>
Ritorni sulle Attività	4.1%	2.9%	3.3%	2.4%	2.2%	1.4%	-0.3%

Source: Italmobiliare International Finance Reports, HFAME

Riteniamo che Italmobiliare debba assumere un *Chief Investment Officer* con un *background* di eccellenza, dandogli mandato di definire strategie e procedure di investimento appropriate.

### Corporate Governance

Come già accennato in precedenza, la struttura del capitale della società (che permette a un azionista di minoranza di esercitare il controllo su Italmobiliare e su altre due importanti società quotate) richiederebbe standard di *corporate governance* e livelli di indipendenza al di sopra della media, al fine di garantire che i CdA di Italmobiliare e delle sue controllate siano in grado di monitorare il *management* in maniera efficace.

Al riguardo, riteniamo che la composizione del CdA di Italmobiliare non abbia sinora risposto a questa esigenza e anzi sia ben al di sotto della media rispetto alle altre società quotate italiane e internazionali. Secondo la nostra analisi, soltanto un amministratore (Prof. Bini) soddisfa attualmente i requisiti di indipendenza definiti dal Codice di Auto-disciplina (la società in realtà classifica tre amministratori come indipendenti, ma due di loro non possono essere considerati indipendenti in base alla definizione del Codice).

Abbiamo suggerito al Presidente (in una lettera inviata in data 9 marzo 2007) di prendere in considerazione l'eventualità di adottare regole che consentissero agli investitori di minoranza di nominare più di un amministratore all'interno del CdA (il minimo richiesto ai sensi di legge). Tale proposta si basava sugli specifici conflitti di interesse derivanti dall'attuale struttura azionaria e avrebbe fornito una parziale forma di bilanciamento al dominio dell'azionista di controllo (che, come ripetuto, detiene una partecipazione di minoranza), offrendo così maggiori garanzie agli altri azionisti. Non siamo sicuri che i nostri suggerimenti siano all'epoca stati comunicati all'intero CdA, ma siamo consapevoli del fatto che i nostri suggerimenti non siano stati accettati, dal momento che Italmobiliare (come pure Italcementi) ha adottato il "Voto di Lista" applicando soltanto gli *standard* minimi di legge. Avevamo anche suggerito al Presidente di prendere come esempio lo Statuto di Pirelli & C (di cui peraltro l'Ing. Pesenti è consigliere di amministrazione), che consente maggiore spazio alle liste di minoranza (1/5 del CdA). Queste nostre preoccupazioni, sembrano peraltro fondate se si fa riferimento alle liste per l'elezione degli organi sociali presentate per la presente assemblea. L'azionista di controllo non sembra infatti aver fatto alcuno sforzo per aumentare il grado d'indipendenza del CdA (che, al contrario, diminuisce, dal momento che solo uno dei primi undici candidati della lista dell'azionista di controllo soddisfa requisiti di indipendenza secondo gli *standard* internazionali).

Ciò denota un generale atteggiamento di chiusura di Italmobiliare verso il mercato, confermato anche dal fatto che la società non svolge alcuna attività significativa di *investor relation*: non vengono effettuate *conference call* in occasione dei risultati periodici, non vengono organizzati *road show*, né prese altre iniziative per stimolare l'interesse degli investitori per il titolo.

## Italcementi

Italcementi ha avuto un andamento decisamente inferiore rispetto alle altre società del settore del cemento quotate sul mercato azionario, andamento che indica aspettative diffuse di problemi crescenti per la società, in misura superiore a quanto atteso per altre società del settore. Nel 2007, le società europee comparabili come Holcim e Lafarge hanno mostrato un'ottima tenuta, con *performance* positive nonostante le condizioni di mercato sfavorevoli, mentre gli azionisti di Italcementi hanno sofferto perdite significative. Tale sottoperformance persiste guardando ad intervalli temporali più lunghi (Figura 8)

Fig. 8 – Performance delle principali società cementiere europee

	1y	2y	3y	4y	5y	10y	20y
Lafarge	13.1%	72.6%	91.1%	101.1%	117.9%	200.8%	485.5%
Holcim	10.2%	42.1%	89.0%	138.1%	187.2%	218.1%	913.4%
Cementir	-9.4%	28.0%	63.0%	158.1%	180.1%	378.9%	366.9%
Buzzi Ord	-10.8%	48.0%	87.3%	133.4%	221.4%	218.4%	384.7%
Buzzi Risp	-11.3%	45.2%	82.9%	146.0%	149.9%	459.3%	591.7%
Italcementi Risp	-15.1%	8.3%	42.7%	111.8%	152.6%	514.7%	224.0%
Italcementi Ord	-30.1%	-3.6%	31.5%	62.3%	71.0%	190.1%	118.9%

Fonte: FACTSET (*Total Return* al 31 dicembre 2007)

Riportiamo di seguito una sintesi dei fattori che, in base alla nostra analisi, contribuiscono a spiegare sia la ripetuta sottoperformance di Italcementi, sia il fatto che Italcementi venga valutata a sconto rispetto alle società del settore.

### Management/Corporate Governance

Non è chiaro se l'attuale Amministratore Delegato di Italcementi sia stato selezionato e mantenuto nel tempo sulla base dei meriti. Ciò riveste particolare importanza per Italcementi, in quanto l'azionista di controllo, avendo un palese conflitto di interessi nell'esercizio della supervisione sull'operato dell'Amministratore Delegato, potrebbe non avere un sufficiente grado di obiettività nel giudicare la *performance*. Ciò non fornisce sufficienti garanzie alle minoranze azionarie di Italcementi (e di Italmobiliare), dal momento che appare difficile che l'Amministratore Delegato possa essere sostituito anche in presenza di situazioni di sottoperformance ripetute nel tempo.

Negli ultimi anni, il margine operativo lordo del comparto italiano del cemento è diminuito in maniera sensibile (dal 28% al 15%, si veda la figura 9), nonostante la posizione di *leadership* di Italcementi nelle vendite di cemento in Italia. La *performance* appare particolarmente negativa se confrontata con quella ottenuta da Buzzi Unicem, che ha una quota di mercato in Italia del 40% inferiore, ma consegue margini operativi pari al doppio di quelli riportati da Italcementi nel 2007 (dal 2000, la differenza dei margini operativi tra Italcementi e Buzzi è aumentata ogni anno). I margini di Italcementi sono anche significativamente più bassi di quelli dell'altro *competitor* italiano, Cementir. Hermes è naturalmente preoccupata da questi *trend*, in particolare perché la differenza nella profittabilità sarà particolarmente rilevante in un contesto di condizioni di mercato sfavorevoli.

**Fig. 9–** Margini operativi di Buzzi e Italcementi nelle attività del comparto cemento (2000-2007)

<b>CEMENT - ITALY</b>								
<b>ITALCEMENTI</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Sales	756.0	851	900	917.0	956.8	931.6	1,043.1	1,018.4
EBITDA	208.0	251	276	254.0	239	154.5	188.5	150.8
margin	27.5%	29.5%	30.7%	27.7%	25.0%	16.6%	18.1%	14.8%
<b>BUZZI</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2006</b>
Sales	445.1	478.5	509.6	526.0	571.0	544.5	603.8	606.7
EBITDA	149.4	178	201.3	203.0	216.4	162.8	194.0	180.0
margin	33.6%	37.2%	39.5%	38.6%	37.9%	29.9%	32.1%	29.7%
<b>Margin differential</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.9%</b>

Source: HFAME, Company Reports

Italcementi ha 18 stabilimenti in Italia, un numero da molti considerato piuttosto alto. Nella nostra valutazione, metà del *network* produttivo in Italia è in perdita o appena vicino al pareggio o comunque consuma cassa, in quanto è caratterizzato da impianti obsoleti, dispendiosi e inefficienti dal punto di vista energetico, basati peraltro su tecnologie inquinanti. Noi crediamo che il *management* non sia nel tempo riuscito ad affrontare con la necessaria tempestività i problemi relativi alla *performance* del *business* italiano e quelli relativi all'impatto ambientale dello stesso. Le prospettive di lungo periodo delle attività in Italia sembrano state compromesse da una scarsa attenzione e da un livello di investimenti estremamente basso nel corso degli anni.

L'Amministratore Delegato sembra inoltre avere un eccessivo numero di ruoli esterni: oltre al suo ruolo in Italcementi, riveste anche la carica di Direttore Generale di Italmobiliare e fa parte dei CdA di Mediobanca, Unicredit, RCS MediaGroup e Ciments Francais. In base alle informazioni pubblicate dalle società in cui Carlo Pesenti riveste la carica di Consigliere di Amministrazione, nel corso del 2007 si sono tenute 30 riunioni di CdA in RCS, Mediobanca e Unicredit. Se si aggiungono le 15 riunioni di CdA effettuate da Italmobiliare e Ciments Francais e quelle effettuate da società non quotate, si ottiene che nel 2007 ci sono state riunioni di CdA esternamente ad Italcementi ogni 4 giorni lavorativi durante l'anno; questo appare eccessivo, specialmente in considerazione della *performance* del *business*. Sia il deterioramento del business italiano, sia le note vicende giudiziarie che hanno coinvolto una importante società controllata sembrano confermare le nostre preoccupazioni, dal momento che proprio nel mercato domestico, in cui ha sede la direzione del gruppo, si verificano i problemi maggiori.

Nonostante i loro ruoli sostanzialmente *part-time* in Italmobiliare e Italcementi, il Presidente e il Direttore Generale assorbono insieme quasi l'80% di tutte le *stock option* attualmente emesse di Italmobiliare e circa il 30% di quelle emesse da Italcementi. I *trend* più recenti sono ancora più preoccupanti, dal momento che i due soggetti in questione hanno assorbito oltre l'80% di tutte le opzioni assegnate nel 2006 e nel 2007 da Italmobiliare e il oltre il 35% di tutte quelle assegnate da Italcementi.

Mentre l'Amministratore Delegato di Italcementi beneficia ancora della presenza di *manager* eccellenti come Ives Nanot e Rodolfo Danielli, Hermes è preoccupata dalla capacità di Italcementi di attrarre e mantenere un simile livello di talento manageriale in futuro, data la struttura di controllo e di direzione attuali.

Riteniamo che Italcementi rischi di non essere gestita in maniera più efficiente in futuro, in particolar modo quando il Dr. Nanot e l'Ing. Danielli lasceranno le loro cariche attuali.

Riteniamo inoltre che le attività italiane debbano essere soggette ad una valutazione formale, prendendo in considerazione il miglior modo di procedere ad una ristrutturazione o a operazioni di carattere straordinario (come una vendita di *asset*).

Riteniamo anche che il CdA debba procedere ad una valutazione formale della *performance* e dei compensi del Presidente e dell'Amministratore Delegato e assicurare che le nomine del *top-management* siano effettuate e mantenute nel tempo unicamente in base ad una valutazione dei meriti e delle qualità individuali.

### Struttura del Gruppo

La struttura del capitale del gruppo è eccessivamente complessa e fondamentalmente rischiosa per i dipendenti e gli azionisti. Gli utili attribuibili a terzi nel 2007 hanno raggiunto la proporzione più alta nel settore (31% sul totale – la proporzione è superiore al 55% considerando le azioni di risparmio come interessi minoritari).

**Fig. 10** – Percentuale degli utili attribuibili a terzi nelle principali società cementiere (2007)

	ITALCEMENTI eur	HOLCIM chf	BUZZI eur	LAFARGE eur	CEMENTIR eur	HEIDELBERG eur	CIMPOR eur	CEMEX mxp
Utile netto di Gruppo	613	5,746	537	2,156.0	151,772	1,026	321	26,945
Utile attribuibile ad azionisti della società	424	4,545	458	1,909.0	140,399	951	304	26,108
Utile attribuibile a terzi	189	1,201	78	247.0	11,373	76	17	837
% di utili attribuibili a terzi	30.8%	20.9%	14.6%	11.5%	7.5%	7.4%	5.2%	3.1%

Fonte: Documenti Societari

Eliminare le minoranze in Ciments Francais (la parte del gruppo con migliore profittabilità e prospettive di crescita), o effettuare una fusione tra Ciments Francais e Italcementi accrescerebbe fortemente la qualità e la visibilità degli utili del gruppo, darebbe maggiore flessibilità nella gestione dei flussi di cassa e ridurrebbe i costi derivanti dalla quotazione su due mercati separati. Eliminare o almeno ridurre la proporzione di azioni di risparmio del gruppo (attraverso una conversione in azioni ordinarie o un'operazione di *buy-back*) porterebbe evidenti benefici (in termini di *governance* e di aumento di liquidità) agli azionisti ordinari di Italcementi, riducendo così i rischi per tutti gli azionisti, Italmobiliare compresa. Il fatto che la semplificazione della struttura possa creare valore per gli azionisti del gruppo è stato più volte riconosciuto dagli analisti finanziari che seguono il

titolo<sup>2</sup>. In generale, sembra che il gruppo sia gestito con particolare attenzione alla crescita dimensionale (in termini di vendite e presenza geografica) e con attenzione molto inferiore alla redditività e all'efficienza.

Sia la presenza di azioni di risparmio che quotano ad un notevole sconto, sia la rilevanza degli interessi minoritari non rappresentano il miglior interesse della società, ma diluiscono i ritorni degli azionisti ordinari; la loro presenza sembra soltanto giustificata dal fatto di consentire agli azionisti di controllo di esercitare un potere non proporzionato al loro reale investimento finanziario, con considerevoli rischi per i dipendenti della società e svantaggi per gli altri azionisti. A nostro avviso Italmobiliare, nella sua qualità di azionista di controllo, non dovrebbe supportare un così alto livello di complessità finanziaria, poiché pare estremamente difficile sostenere che una simile struttura sia in grado di realizzare il miglior interesse della società e di tutti i suoi azionisti.

La proprietà – da parte di Italcementi - di quote di capitale significative in banche e società editoriali (Mediobanca e RCS) aumenta ulteriormente la complessità e le perplessità degli investitori relativamente alle strategie industriali e finanziarie del gruppo. Investimenti in settori non collegati comportano rischi e distrazioni manageriali, come evidente per Italcementi.

Riteniamo che la struttura del gruppo debba essere semplificata ed essere finalizzata esclusivamente alla creazione di valore per tutti gli azionisti piuttosto che al mantenimento del controllo da parte di Italmobiliare e dei suoi vertici.

#### Calcestruzzi SpA

I recenti sviluppi relativi alla controllata Calcestruzzi SpA denotano gravi carenze nel sistema di controlli interni e pongono ulteriori rischi in relazione alla reputazione del gruppo e dei suoi consiglieri di amministrazione in Italia e all'estero. Riteniamo una situazione di questo tipo inaccettabile, anche in considerazione del fatto che sia Italcementi, sia Italmobiliare hanno finora fornito informazioni molto carenti sui danni potenziali derivanti da questa situazione e sull'attribuzione delle responsabilità alle varie entità del gruppo.

Sia il deterioramento delle attività italiane, sia la situazione relativa alla Calcestruzzi agiscono in materia negativa sulla reputazione di Italmobiliare e delle società controllate, dal momento che proprio nel mercato domestico (quello in cui hanno sede i vertici aziendali) si verificano tali gravi problemi.

---

<sup>2</sup> Tra gli studi che hanno recentemente evidenziato come un buy-out delle minoranze di Ciments Francais incrementerebbe l'utile netto per azione di Italcementi e porterebbe altri vantaggi, come quello di avere un accesso diretto ai flussi di cassa di Ciments Francais, si possono citare quelli di Berenberg Bank (20 marzo 2008) e di Exane BNP Paribas (8 aprile 2008)

## Conclusioni

Il mercato sembra avere scarsa considerazione sia per Italcementi che per Italmobiliare. Nel 2007 le quotazioni di entrambe le società hanno avuto un calo notevole, evidenziando come gli investitori percepiscano l'investimento come particolarmente rischioso, oltre a valutare le società al di sotto del loro valore. A nostro avviso, un CdA prudente non può ignorare questi sviluppi e non tenere nella debita considerazione i suggerimenti formulati da azionisti rilevanti, soprattutto in considerazione del fatto che il Presidente e l'Amministratore Delegato, i quali hanno un significativo conflitto d'interessi, sembrano non tener conto di queste osservazioni. Secondo Hermes, Italmobiliare – in quanto società quotata con molti azionisti istituzionali – deve diventare una società di investimento più moderna e dinamica piuttosto che continuare ad apparire come un “*family office*” con un profilo di rischio piuttosto elevato. In via riassuntiva, le principali problematiche che il management dovrebbe affrontare sono:

- Definizione di una politica di investimento e dei relativi ruoli, nominando un *Chief Investment Officer* con esperienza adeguata: Italmobiliare deve avere una strategia di investimento chiara, con criteri definiti di investimento e disinvestimento e diventare più trasparente relativamente alle attività detenute in portafoglio. Ciascun investimento deve essere giustificato da una valutazione finanziaria, in modo da evitare rischi eccessivi e cambiare l'attuale percezione del mercato, dimostrando che le motivazioni sottostanti al mantenimento di alcune partecipazioni sono puramente finanziarie;
- Miglioramenti nell'efficienza finanziaria: riconsiderare e modificare la struttura del capitale sociale, eliminando o almeno riducendo le azioni di risparmio e adottando pratiche in linea coi migliori *standard* per la gestione di cassa;
- Introduzione di miglioramenti nella struttura di corporate governance, con la nomina di un numero adeguato di amministratori indipendenti come priorità assoluta;
- Cambiamenti nella struttura manageriale e del personale, evitando conflitti tra gli interessi personali dei membri della famiglia Pesenti e gli interessi degli azionisti e soprattutto assicurando che le nomine del top management siano effettuate e mantenute nel tempo sulla base di una valutazione dei meriti individuali.

Italmobiliare dovrebbe anche prendere in considerazione diversi miglioramenti in Italcementi (che è direttamente gestita da Italmobiliare stessa attraverso un contratto per i servizi dell'Amministratore Delegato).

- Risoluzione dei problemi della performance italiana con urgenza: Ciments Francais detiene attività estremamente attraenti e generalmente ben

gestite, con una profittabilità sostanzialmente in linea con i *competitor* internazionali. Lo stesso non è certamente vero per le operazioni italiane, nelle quali il gruppo sembra non aver investito in misura adeguata negli anni precedenti (mentre la società si stava espandendo a livello internazionale) e non aver dedicato sufficienti sforzi manageriali, con un notevole deterioramento nella *performance*. Noi crediamo che il *management* dovrebbe prendere in considerazione una ristrutturazione delle attività italiane, senza escludere la vendita di alcune o di tutte le attività;

- Ruolo dell'Amministratore Delegato: Sulla base della *performance* (passata e recente), riteniamo che né la nomina, né il ruolo attuale dell'Amministratore Delegato siano stati e siano tuttora soggetti al necessario scrutinio del CdA. Noi crediamo che il CdA debba procedere ad una valutazione formale della *performance* dell'Amministratore Delegato e dimostrare che le nomine dei vertici aziendali, come pure le loro valutazioni successive, vengano effettuate strettamente sulla base di criteri meritocratici. In caso contrario, le prospettive di lungo termine del gruppo subiranno un ulteriore deterioramento, soprattutto perchè società con simili strutture di *governance* non sono generalmente capaci di attrarre e trattenere amministratori esecutivi con qualità manageriali superiori alla media;
- Riduzione del grado di complessità finanziaria. Ciò può essere conseguito in diversi modi:
  - Riducendo la rilevanza degli utili attribuibili ad azionisti esterni al gruppo, effettuando un'offerta agli azionisti di minoranza di Ciments Francais o una fusione tra Ciments Francais e Italcementi;
  - Eliminando o riducendo l'utilizzo delle azioni di risparmio;
  - Vendendo le partecipazioni in Mediobanca e RCS detenute da Italcementi, poiché queste non hanno alcuna attinenza con le attività industriali di Italcementi.

Le osservazioni esposte sopra hanno causato una notevole sotto-performance di Italcementi e Italmobiliare nel recente periodo di turbolenza dei mercati finanziari, in cui Italcementi ha avuto una *performance* di gran lunga inferiore alle società del settore, condizionando negativamente Italmobiliare. Per queste ragioni, le due società vengono anche da lungo tempo valutate dal mercato ben al di sotto del loro valore potenziale.

Per tutti i motivi sopra elencati riteniamo che la conversione delle azioni di risparmio sia nel migliore interesse della società e di tutti i suoi azionisti, in quanto l'approvazione di questa proposta favorirebbe l'abolizione delle evidenti distorsioni finanziarie e di *corporate governance* connesse alla presente struttura del capitale, con effetti benefici sulla gestione del gruppo.

## Proposta di deliberazione

L'assemblea straordinaria è pertanto invitata ad assumere le seguenti deliberazioni:

*"L'Assemblea Straordinaria della Italmobiliare S.p.A, , ...*

**delibera:**

- 1) di attribuire ai titolari di azioni di risparmio la facoltà di convertire le massime numero 16.343.162 (sedecimilionitrecentoquarantatremilacentosessantadue) azioni di risparmio non convertibili emesse, da nominali Euro 2,60 (due virgola sessanta) ciascuna, in altrettante azioni ordinarie di nuova emissione di pari valore nominale, aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, in ragione di numero 1 (una) azione ordinaria per ogni numero 1 (una) azione di risparmio, senza pagamento di alcun conguaglio, e senza riduzione di capitale; la facoltà di conversione potrà essere esercitata nel mese di novembre di ciascun anno solare, decorso il quale le azioni di risparmio per le quali non è stata richiesta la conversione conserveranno la caratteristica di non convertibilità sino al primo novembre dell'anno successivo;*
- 2) di stabilire che, per quanto concerne la partecipazione agli utili, la conversione dispieghi i suoi effetti a partire dalla data dell'1 gennaio dell'esercizio successivo a quello nel quale è stata richiesta la conversione, data a partire dalla quale, le azioni emesse parteciperanno agli utili di esercizio nella misura deliberata dall'assemblea degli azionisti per le azioni ordinarie;*
- 3) di emettere al servizio della conversione massimo numero 16.343.162 (sedecimilionitrecentoquarantatremilacentosessantadue) nuove azioni ordinarie di valore nominale pari ad Euro 2,60 (due virgola sessanta) cadauna, con godimento, per quanto concerne gli utili, dal 1° gennaio dell'anno successivo a quello nel quale è stata effettuata la conversione e contestualmente annullare le azioni di risparmio non convertibili offerte in conversione per massimo numero 16.343.162 (sedecimilionitrecentoquarantatremilacentosessantadue) azioni, di valore nominale pari ad Euro 2,60 (due virgola sessanta) cadauna;*
- 4) di modificare in conseguenza della operazione sopra descritta, i seguenti articoli dello statuto sociale come segue:*

**Articolo 5  
Capitale sociale**

Il capitale sociale è di euro 100.166.937 (centomilionicentosessantaseimilanovecentotrentasette), diviso in n. 22.182.583 (ventidue milionicientottantadue milacinquecentottantatre) azioni ordinarie e n. 16.343.162 (sedecimilionitrecentoquarantatremilacentosessantadue) azioni di risparmio n.c., del valore nominale di euro 2,60 ciascuna.

*Così sostituito:*

***(comma 1°) Il capitale sociale è di Euro 100.166.937 (centomilionicentosessantaseimilanovecentotrentasette), diviso in n. 22.182.583 azioni ordinarie e n. 16.343.162 azioni di risparmio del valore nominale di euro 2,60 ciascuna con facoltà di conversione delle stesse da***

***esercitarsi nel mese di novembre di ciascun anno solare, decorso il quale le azioni di risparmio per le quali non è stata richiesta la conversione conserveranno la caratteristica di non convertibilità sino al primo novembre dell'anno successivo;***

(.....)

## **Articolo 6 Azioni**

Le azioni sono nominative o al portatore a scelta e spese dell'Azionista, salvo contraria disposizione di legge.

Possono essere create categorie di azioni fornite di diritti diversi.

Le azioni di risparmio sono regolate dalla legge e dagli artt. 5, 6,8 31 lett. b, d, del presente Statuto.

L'Assemblea straordinaria potrà anche deliberare la conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Restano salve le disposizioni in materia di rappresentazione, legittimazione, circolazione della partecipazione sociale previste per i titoli negoziati nei mercati regolamentati.

L'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari non è causa costitutiva

## **Articolo 8 Caratteristiche delle azioni di risparmio**

Le azioni di risparmio sono prive del diritto di voto.

In caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie e/o di risparmio, le azioni di risparmio conservano i diritti a esse attribuiti dalla legge e dallo statuto, salvo diversa disposizione dell'Assemblea.

Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore alla misura indicata nell'art. 26 31, lett. b, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.

In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.

La riduzione del capitale sociale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni.

Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale.

*Così integrato:*

***(comma 7°) Con deliberazione dell'assemblea straordinaria del ...4.2008 è stata concessa, a tutti i portatori di azioni di risparmio, la conversione facoltativa delle azioni di risparmio in azioni ordinarie in ragione di numero 1 (una) azione ordinaria per ogni numero 1 (una) azione di risparmio, senza pagamento di alcun conguaglio, e senza riduzione di capitale, da esercitarsi nel mese di novembre di ciascun anno, con godimento, per quanto concerne gli utili, dal 1° gennaio dell'anno successivo a quello nel quale è stata effettuata la conversione.***

### Articolo 31 Destinazione degli utili

Gli utili netti risultanti dal bilancio annuale saranno ripartiti come segue:

- a) il 5% al fondo di riserva legale fino al limite stabilito dalla legge;
- b) alle azioni di risparmio un dividendo privilegiato fino alla concorrenza del 5% del valore nominale dell'azione, essendo precisato che, se in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% del valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi;

*Soppresso e così sostituito:*

*(comma 1, lettera b) b) alle azioni di risparmio un dividendo privilegiato fino alla concorrenza del 5% del valore nominale dell'azione, essendo precisato che, se in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% del valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi, **salva l'ipotesi di esercizio della facoltà di conversione, con la quale i diritti di godimento delle azioni ordinarie di nuova emissione vengono riconosciuti a far data dal 1° gennaio dell'anno successivo a quello nel quale è stata effettuata la conversione, con contestuale perdita dei diritti patrimoniali spettanti alle azioni di risparmio;***  
(...)

*5) di conferire al Consiglio di Amministrazione e, per esso, al Presidente e all'Amministratore Delegato, disgiuntamente tra loro, ogni necessario potere per dare pratica attuazione, nel rispetto delle disposizioni di legge, alle deliberazioni assunte dalla stessa assemblea, stabilendone i tempi e le modalità esecutive ed in particolare per:*

- *informare, dandone pubblicità su almeno un quotidiano nazionale, del periodo di esercizio della facoltà di conversione delle azioni di risparmio in ordinarie, in accordo con Borsa Italiana SpA, Monte Titoli SpA e ai sensi di legge;*
- *mettere a disposizione il documento di cui all'art. 72 –comma 3- del Regolamento Emittenti nei tempi e con le modalità stabiliti dal medesimo articolo;*
- *accertare –anche attraverso apposito atto notarile il capitale esistente al termine del periodo di conversione di ciascun anno delle azioni di risparmio in ordinarie, nell'esercizio della facoltà riconosciuta agli azionisti di risparmio;*
- *Adeguare le espressioni numeriche del comma 1 dell'articolo 5 dello statuto sociale, provvedendo al deposito dello statuto nel suo testo aggiornato a seguito delle delibere sopra approvate presso il Registro delle Imprese;*
- *accettare ed introdurre nelle presenti delibere le modifiche, soppressioni ed aggiunte che dovessero essere richieste dalle autorità competenti o in base alle leggi vigenti”*