

CONTINUATE AD IMMAGINARE IL VOSTRO MONDO, LO COSTRUIREMO INSIEME.

FINANZA & MERCATI

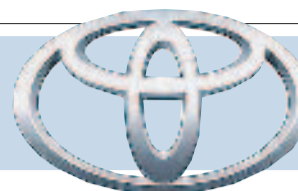
Il Sole **24 ORE**

BNL
GRUPPO BNP PARIBAS
La banca per un mondo che cambia.

Mps. Nasce la nuova Antonveneta Pisaneschi nominato presidente **Pag. 42**

Mercati. Torna un'Ipo a Piazza Affari Csm sbarca sul Mac **Pag. 43**

Utility. Iride-Enia, la crisi globale allunga i tempi della fusione **Pag. 45**



Auto. Toyota, primo «rosso» della storia Per Gm nuovo crollo a Wall Street **Pag. 47**

Martedì 23 Dicembre 2008

www.ilsolo24ore.com/finanza

Bonus. Secondo Fortune il 90% degli amministratori delegati ha in mano opzioni che al momento non hanno alcun valore

Stock option, corsa ai recuperi

Manager in cerca di meccanismi di remunerazione alternativi dopo i crolli di Borsa

Monica D'Ascenzo
MILANO

Sono partite le operazioni di salvataggio per le stock option "underwater", vale a dire con un prezzo di esercizio superiore al valore di Borsa. I piani di incentivazione dei manager nell'ultimo decennio puntavano sull'assegnazione delle stock option, cioè diritti ad acquistare azioni ad un dato prezzo. Uno strumento che, dopo i forti ribassi dei listini internazionali, si è rivelato un arma spuntata. Il guadagno del manager, infatti, stava nell'esercizio del diritto di acquisto a prezzi più bassi, a volte molto più bassi, dei corsi azionari in modo che la cessione delle azioni

delle 500 società di Fortune ha piani di stock option "underwater", mentre oltre il 90% degli amministratori delegati della lista Fortune 500 ha in mano opzioni che al momento non hanno alcun valore.

Le alternative in Italia

In Italia i piani di stock option in scadenza nei prossimi due anni coinvolgono oltre la metà delle società del listino S&P/Mib e nella maggior parte dei casi il prezzo di esercizio è ben sotto i valori di Borsa. Proprio per questo anche da noi si stanno studiando alternative per fidelizzare il management. «In passato era una prassi assorbire il piano di stock options in atto in un nuovo programma a condizioni più favorevoli per il management con la ridefinizione del prezzo di esercizio. Oggi questa non è una soluzione raccomandabile, perché sarebbe molto impopolare considerare le perdite che gli azionisti hanno subito con i cali delle Borse negli ultimi mesi» spiega Giordano Tamagni, partner di KeyzPeople.

In effetti le società preferiscono far scadere i piani assegnati per sostituirli con incentivi di altra natura. «Le società, soprattutto quelle quotate in Borsa, stanno prendendo sempre di più in considerazione, in aggiunta ai tradizionali piani di stock option, i cosiddetti long term cash incentive plan, vale a dire piani di incentivazione in contanti a 3 o 5 anni. Si tratta di piani legati sia a obiettivi dell'azienda sia a obiettivi delle singole posizioni manageriali» osserva Salvatore De Rienzo, partner di Egon Zehnder International. I long term cash incentive plan sarebbero per altro un ritorno al passato: «I piani long term cash incentive sono stati lanciati in Italia alla fine degli anni '90 e avevano tipicamente come parametro di valutazione il cosiddetto

EVA, economic value added, un indicatore che esprime il valore creato da un'azienda nel medio periodo. E diverse società, come Benetton, Autogrill, Indesit, Pirelli avevano adottato questo strumento» ricorda Tamagni. Fra le altre società anche Ansaldo Sts e Guala Closures avevano piani di incentivazione cash.

In questo caso al management viene assegnato un piano di incentivazione che prevede da uno a tre anni di retribuzione lorda al termine del periodo previsto se l'azienda avrà raggiunto determinati obiettivi. Per il riconoscimento dell'incentivo viene, inoltre, valutato come il singolo manager abbia contribuito al raggiungimento dei risultati. «L'obiettivo principale - spiega De Rienzo - è quello di non legare più i piani di incentivazione dei manager alle

performance di Borsa, ma piuttosto ai fondamentali delle società: profittabilità, crescita dei volumi, livello di servizio ai clienti, taglio dei costi. Oggi, infatti, in Borsa non sempre i risultati delle società sono riflessi dai valori di mercato».

Le società di consulenza nel campo delle retribuzioni e incentivazioni propongono però anche altre alternative. «Anche in Italia i piani di stock option vengono sospesi, anche se più spesso si tende a sostituirli per i problemi giuridici che comporterebbe la cancellazione. Ad oggi lo strumento più utilizzato per nuovi piani di incentivazione è il restricted stock awards, vale a dire l'assegnazione di un certo numero di azioni a titolo gratuito con alcune clausole sospensive. Le azioni vengono effettivamente assegnate ad una certa scadenza, normalmente a tre anni, se gli obiettivi della società vengono raggiunti. Altra clausola è naturalmente che il dipendente sia ancora in azienda al momento dell'assegnazione» commenta Luca Barbera, partner di PricewaterhouseCoopers per il settore tax, legal e services. Non mancano per altro gli esempi di incentivi attraverso l'assegnazione di phantom units: «In questo caso vengono assegnate al dipendente azioni virtuali. Alla scadenza viene corrisposto un ammontare pari all'incremento del valore dell'azione sostanziale tra la data dell'assegnazione e quella del vesting» aggiunge Barbera, precisando comunque che «nel caso delle phantom units o dei piani di incentivazione in contanti non è necessario il passaggio in assemblea per l'approvazione ma è opportuno che il comitato di remunerazione informi i piani gli azionisti». Soprattutto perché gli azionisti, dopo la crisi finanziaria, non sono più disposti a chiudere un occhio su compensi e bonus.



Caterpillar taglia del 50% gli stipendi

Caterpillar (nella foto il CEO Jim Owens), la più grande casa di mezzi pesanti per le costruzioni, taglierà le remunerazioni dei suoi manager fino al 50 per cento. Allo stesso tempo, per far fronte alla crisi economica e alla recessione, saranno sospesi i bonus per il merito e incentivi altri tagli ai costi aziendali. Per i top manager i compensi saranno dimezzati mentre i senior manager vedranno la busta paga a dieta (dal 5 al 35 per cento). La scorsa settimana il gruppo dell'Illinois, guidato dal CEO Jim Owens, ha annunciato 814 licenziamenti nello stabilimento di Mossville più un piano di incentivazione all'esodo volontario tramite buy-out di rami d'azienda da parte dei dipendenti.

Polizze. Verso un nuovo regolamento

L'Isvap «stringe» sulle index linked

Riccardo Sabbatini

L'Isvap mette la camicia di forza alle index linked. L'istituto di vigilanza delle assicurazioni ha posto ieri in consultazione (scadrà il 15 febbraio) il nuovo regolamento su quelle polizze finanziarie la cui performance è collegata ad un indice finanziario. Un intervento che si era reso necessario dopo che il crac della Lehman Brothers - la banca Usa aveva fornito il sottostante per diverse index italiane (sotto forma di un'obbligazione, di un derivato o di un prodotto strutturato) - ha fatto emergere rischi insospettiti su prodotti assicurativi in precedenza considerati "sicuri" dagli investitori. L'intervento dell'Isvap è radicale. Ora in poi il rischio di controparte per gli attivi posti a garanzia delle polizze - quello che ha mandato in default le "polizze Lehman" - verrà sostenuto dalle stesse compagnie. Sulle spalle degli assicurati, in pratica, rimarrà soltanto il rischio di mercato vero e proprio, derivante dall'andamento dell'indice a cui il prodotto è collegato. In conseguenza di ciò diventerà più oneroso il margine solvibilità - passerà dall'1 al 4 per cento delle riserve tecniche - che, in pratica, verrà assimilato a quello in vigore sulle polizze tradizionali del ramo I (a prestazione garantita). Il margine precedente verrà consentito soltanto se una compagnia replicherà gli indici di riferimento con investimenti appropriati e se potrà dimostrare una gestione dei rischi adeguata.

In questo nuovo scenario è difficile immaginare il futuro delle index linked. Nei primi 10 mesi del 2008 il portafoglio di nuove polizze collocate dalle compagnie (7,2 miliardi) è diminuito di un terzo rispetto al 2007. Ma soltanto nel mese di ottobre, in coincidenza con il caso Lehman, c'è stato un vero e proprio crollo nella raccolta (-85%). Gli investitori si sono fatti diffidenti, le compagnie hanno rinviato sine die le emissioni in programma e probabilmente i maggiori rischi addossati alle imprese spingeranno quest'ultime a puntare su altri prodotti. «È possibile che l'interesse si riduca - è la previsione di Flavia Mazzarella, vice-direttore generale dell'Isvap, che ha redatto il nuovo regolamento - ma non dobbiamo dimenticare la fantasia degli assicuratori italiani nel saper immaginare sempre nuovi prodotti».

A indirizzarne la creatività entro binari ben precisi, però, interverranno anche altre regole prudenziali stabilite dall'authority. Le nuove polizze - sottolinea ancora Mazzarella - «saranno più semplici e comprensibili». Gli indici di riferimento dovranno fare riferimento ai benchmark comuni del mercato azionario, obbligazionario e

sul costo della vita. Così facendo l'Isvap spinge il mercato ad avere una gestione dinamica degli attivi sottostanti, senza dover far ricorso a prodotti strutturati (composti da un'obbligazione con l'aggiunta di un derivato) di difficile smobilizzazione in caso di default della controparte. Inoltre le compagnie dovranno garantire un'effettiva prestazione assicurativa, rimborsando in caso di decesso almeno il premio versato dall'assicurato. Attualmente la garanzia si insiste invece sul prezzo dell'obbligazione, o strutturato, sottostante che può essere quotato anche significativamente al di sotto del valore nominale dell'investimento. Non farà infine piacere agli assicuratori il nuovo limite di concentrazione su asset emessi da un singolo emittente. Chiedevano di poter elevare il tetto precedente del 25% - così da costruire le linked con i bond delle banche partner degli accordi di bancassurance - che, invece, è stato ristretto al 10 per cento.

NOMINE ALLE GENERALI

Mel Karvill passa a un fondo private equity

Mel Karvill, attuale vicedirettore generale delle Generali, andrà a dirigere un fondo di private equity della compagnia. Uno dei top manager del Leone uscirà ufficialmente dai ranghi del gruppo, per presidiare direttamente uno dei settori di frontiera in cui il gruppo è impegnato. Nell'ultimo business plan delle Generali fu indicato in 8 miliardi di euro l'ammontare degli alternativi investment del gruppo triestino, suddivisi tra hedge fund, fondi per infrastrutture e, appunto, fondi di private equity (per 3,9 miliardi).

Karvill è uno dei più brillanti manager delle Generali dell'ultima generazione. Per anni è stato responsabile del risk management del gruppo e delle attività di acquisizioni e dismissioni (M&A). Ha avuto un ruolo centrale anche nei piani strategici della compagnia, con i quali dal 2006 il Leone triestino si è allineato ai migliori standard internazionali. Lo scorso anno era stato in lizza fino alla fine per l'incarico di Cfo del gruppo, poltrona poi assegnata al direttore generale Raffaele Agusti. La scelta di questi giorni, nel confermare la fiducia del gruppo su uno dei suoi più sperimentati dirigenti, rappresentano però anche una presa d'atto dei nuovi equilibri manageriali interni.

R.Sa.

LA TENDENZA

Oggi anche le società di Piazza Affari preferiscono far scadere i piani assegnati in passato per sostituirli con incentivi di altra natura

sul mercato avrebbe permesso di intascare una lauta plusvalenza. Plusvalenza che è ormai sfumata per tutti i manager con i piani di stock option in scadenza.

Negli Stati Uniti si sta correndo ai ripari trasformando le opzioni di acquisto in altre tipologie di titoli se non addirittura in contanti. Le società che hanno provveduto a salvare i propri piani di incentivazione sono 35, all'incirca il doppio di quelle che lo hanno fatto negli ultimi tre anni, secondo la società di consulenza Equilar Inc. and Radford Surveys & Consulting. Un'altra dozzina di società sta pianificando di abbassare il prezzo di esercizio, mentre una quindicina sta pensando di proporre il pagamento in cash. Il fenomeno, però, sembra destinato ad aumentare nel 2009 considerato che circa il 70%

Super-ricchi d'America. Tim Blixseth cede il suo «rifugio» nell'arcipelago delle Turks & Caicos in cambio di un aereo privato

«Isola caraibica vendesi per un jet»

di Antonella Olivieri

In tempi di recessione bisogna fare tutti sacrifici. Così anche Tim Blixseth, cresciuto in una famiglia di poveri immigrati norvegesi ma oggi uno degli uomini più ricchi d'America, ha deciso di fare la sua parte, rinunciando all'isolotto caraibico che era il suo "buen retiro". L'imprenditore, che ha costruito la sua fortuna nel commercio del legname, ha infatti messo in vendita un'intera isola nell'arcipelago delle Turks & Caicos, un paradiso esclusivo lambito dalle acque turchesi dei Caraibi al quale si accede solo tramite un ponte levatoio.

Per la modica cifra di 75 milioni di dollari, Blixseth offre dunque un "pacchetto" che comprende una magione padronale da quasi 3 mila metri quadri e una guesthouse separata. Perché non si sa mai: le

nove camere da letto dell'edificio principale potrebbero non bastare per accomodare tutti gli ospiti. Che, si suppone, non faranno sentire mai solo.

L'OFFERTA

L'imprenditore, che ha costruito la sua fortuna nel commercio del legname, vuole dalla dismissione 75 milioni di dollari

lo il fortunato proprietario, aiutandolo a trascorrere il tempo strappato allo stress delle fatiche quotidiane tra bagni di sole, mollemente adagiati sulle morbide sabbie artificiali che convenientemente circondano l'isola; un paio di tuffi in piscina per rinfrescarsi - un optional che non può mancare e infatti non manca -; e infine, per non perdere la forma, gli opportuni esercizi in palestra (ovviamente rigo-

rosamente privata) e i palleggi tra amici sul campo da tennis galleggiante che completa il quadro delle dotazioni infrastrutturali della proprietà.

C'è da scommettere che non siano mancati gli estimatori per Emerald Cay (questo il nome dell'isola in offerta), ma i tempi sono duri per tutti e non è facile trovare qualcuno che, a cuor leggero, sia disposto a staccare un assegno milionario. Difatti l'annuncio, comparso già da un mese sulla rivista del lusso «Robb Report», non ha ancora sortito l'effetto desiderato.

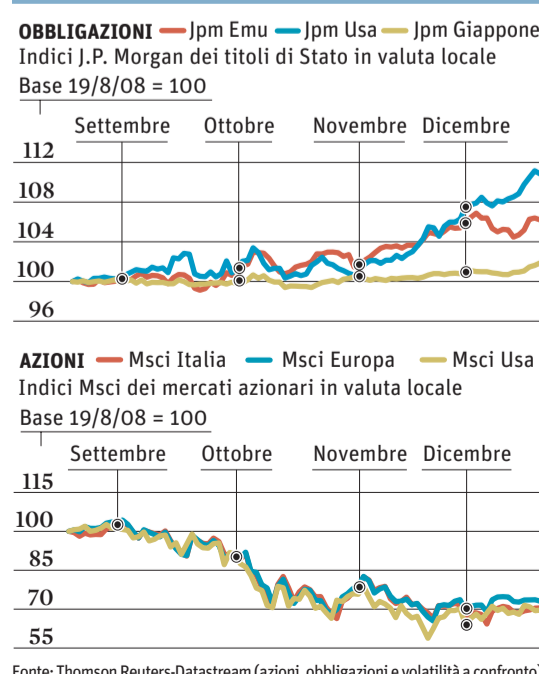
Ma il magnate del legno, che recentemente ha dovuto

far fronte a un divorzio milionario, non si è perso d'animo e ha subito pensato di ricorrere al commercio più antico del mondo. Se proprio non dovesse riuscire a trasformare il suo sogno caraibico in cash, Blixseth ha fatto sapere che si accontenterebbe di un barattolo: un adeguato appartamento a Manhattan che, non si sa mai, potrebbe sempre far comodo, oppure un jet privato. Purché si tratti di un Gulfstream modello G550, motorizzazione Rolls-Royce, che può trasportare fino a 18 passeggeri, quanto basta per evacuare gli ospiti dell'isola e riportarli alla dura realtà quotidiana.

Banca FIDEURAM
Generazioni di valore.

Meritare la fiducia dei nostri clienti è la nostra priorità. Da 40 anni.

Banca Fideuram è una banca del gruppo INTESA | SANPAOLO



INDICI SETTORIALI MONDIALI

Indice	Variazione in %		
	1 sett.	1 mese	1 anno
Energia	-6,48	-5,69	-36,47
Materiali	-0,69	7,93	-47,63
Industriali	-0,40	3,76	-42,10
Beni voluttuari	-0,63	4,25	-39,86
Beni prima necessità	-1,16	-5,29	-22,56
Salute	0,12	-2,54	-21,74
Finanza	-1,20	4,12	-53,78
Informatica	-2,96	0,86	-41,30
Telecomunicazione	-0,89	3,39	-32,25
Pubblica utilità	-1,36	-5,14	-30,38

VOLATILITÀ A CONFRONTO

	1 mese	3 mesi	6 mesi
Azioni (Msci Italia)	49,57	61,43	47,85
Obligazioni (Jpm Italia)	7,53	7,63	6,23

Fonte: Thomson Reuters-Datastream (azioni, obbligazioni e volatilità a confronto) - Fonte: elaborazione su dati Msci (indici settoriali mondiali)

LE SOCIETÀ DI OGGI

Banca Popolare di Milano	43	Iride	45
Banco Popolare	43	It Holding	43
Bnp Paribas	43	Jaguar	47
Carlo Tassara	43	Land Rover	47
Chrysler	47	Management & Capitali	43
Credit Agricole	43	Mittel	43
Enia	45	Porsche	47
Erg	43	Royal Bank of Scotland	43
General Motors	47	Sia-Ssb	43
Intesa Sanpaolo	43	Tata Motors	47
		Toyota	47
		Viaggi del Ventaglio	43

Le commissioni più basse

Azionario Italia per ordine*
con la commissione fissa **5 euro**
oppure, se operi molto in lizza fino alla fine per l'incarico di Cfo del gruppo, poltrona poi assegnata al direttore generale Raffaele Agusti. La scelta di questi giorni, nel confermare la fiducia del gruppo su uno dei suoi più sperimentati dirigenti, rappresentano però anche una presa d'atto dei nuovi equilibri manageriali interni.

scendi fino a **1,5 euro** con le commissioni degressive
* fino a 500.000 € di controvalore

La tecnologia più alta
www.directa.it
011.530101
directa