



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Corporate Governance and Internal Auditing

**SHAREHOLDER ACTIVISM IN U.S.A.: UN'ANALISI DELLE SHAREHOLDER  
PROPOSALS E DEI RELATIVI TREND DELLE RECENTI PROXY SEASONS**

RELATORE

*Prof. Giovanni Fiori*

CANDIDATO

*Federico Saltalamacchia*

Matr. 656361

CORRELATORE

*Prof.ssa Maria Federica Izzo*

ANNO ACCADEMICO

2014/2015

# INDICE

## PREMESSA

### 1. LA CORPORATE GOVERNANCE IN U.S.A.: UNA EVOLUZIONE STORICA

1.1 IL MANAGERIAL CAPITALISM	7
1.2 L'INVESTOR CAPITALISM	12
1.3 LA SHAREHOLDER VALUE THEORY	19
1.4 IL CRAC ENRON	30
1.5 LA CRISI DEI SUBPRIME E LE INEFFICIENZE DELLA CORPORATE GOVERNANCE	33

### 2. AGENCY THEORY: IL PROBLEMA DEL CONTROLLO

2.1.AGENCY THEORY TYPE I: I COSTI D'AGENZIA NELLE SOCIETA' AD AZIONARIATO DIFFUSO	37
2.2.LE FONTI DEI CONFLITTI D'AGENZIA	42
2.3.AGENCY THEORY TYPE II: LA TEORIA DI HOLDERNESS	47
2.4.INVESTOR PROTECTION: GLI STUDI DI LA PORTA E IL FENOMENO DEL "TUNNELLING"	54

### 3. LO SHAREHOLDER ACTIVISM IN U.S.A.

3.1.EVOLUZIONE DELLO SHAREHOLDER ACTIVISM IN U.S.A.	66
3.2.LE SHAREHOLDER PROPOSALS: LA SEC RULE 14a-8	71
3.3.MODALITA' DI INTERVENTO E ORIZZONTE DI INTERESSE DEI FONDI DI INVESTIMENTO	76
3.4.L'ATTIVISMO DEGLI HEDGE FUND	82

#### **4. UN'ANALISI DEI TREND DELLE RECENTI PROXY SEASON DELLE SHAREHOLDER PROPOSALS PER LE IMPRESE DELLA FORTUNE 250**

**CONCLUSIONI**

**BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA**

## PREMESSA

La crisi finanziaria scoppiata negli U.S.A. nel 2008 ha evidenziato la necessità di un controllo attivo da parte degli azionisti sull'operato del management. Gli shareholder investono tempo e denaro in un'impresa, richiedendo in cambio un ritorno sul loro investimento e, allo stesso tempo, aspettandosi di veder gestita l'impresa in maniera a loro gradita. Uno dei modi, se non il modo principale, per esercitare un'influenza sul management, è rappresentato dallo shareholder activism.

Lo shareholder activism (o attivismo degli shareholder) è un atteggiamento partecipativo degli azionisti alla vita dell'impresa, tramite il quale i possessori di titoli azionari esercitano i loro diritti di proprietà. Nonostante gli shareholder non gestiscano materialmente la compagnia, esistono vari modi attraverso i quali possono influenzare i manager. Questi possono consistere nel "far sentire la propria voce"; nello screditamento di uno o più manager; nella minaccia di agire in una determinata maniera qualora non vengano raggiunti determinati obiettivi; la minaccia, o la presentazione effettiva, di una shareholder proposal.

Le shareholder proposals sono dei documenti formali che uno shareholder, qualora presenti determinati requisiti, può compilare e inviare al management: queste vanno consegnate in accordo a quanto stabilito dalla SEC Rule 14a-8 e hanno la finalità di consentire all'azionista di presentare proposte non vincolanti da sottoporre a votazione in sede assembleare.

Le tipologie di shareholder proposals possono essere raggruppate in tre macroclassi: Corporate Governance, Executive Compensation e Politiche Sociali. All'interno di queste macroclassi si trovano un'ampia serie di microclassi: ci sono le proposals che puntano a impedire la CEO duality; le proposte tese a impedire la formazione di staggered boards; quelle incentrate sull'equity compensation; quelle che si focalizzano sui diritti umani o sui diritti degli animali e via dicendo.

Gli sponsor delle shareholder proposals sono generalmente degli investitori che possiedono notevoli quote di capitali di rischio: in particolare, possono essere degli investitori istituzionali, quali ad esempio i fondi hedge o i fondi pensione; oppure possono essere i cosiddetti corporate gadfly investors, i quali sono degli investitori

individuali che puntano ad infastidire il management per raggiungere le proprie finalità, fermo restando che chiunque può presentare una shareholder proposal qualora presenti determinati requisiti che verranno enucleati nella Tesi.

L'obiettivo del presente lavoro è di individuare, analizzare e provare a motivare i trend delle shareholder proposals relativi alle recenti proxy seasons.

La tesi inizia con un riepilogo dell'evoluzione della Corporate Governance statunitense: verranno analizzate le cinque fasi che hanno segnato la storia del modello americano e, con l'ausilio di grafici e tabelle, si proverà ad evidenziare quali siano stati i tratti distintivi di ogni epoca.

Il secondo capitolo verte sull'agency theory, argomento ampiamente dibattuto in letteratura. La teoria venne introdotta nel 1976 da Jensen e Meckling, anche se i primi studi in materia risalgono al 1932 con il libro di Berle e Means "*The modern corporation and private property*". All'interno del capitolo verranno discussi i due tipi di agency theory: il Type I, risultante dalla contrattazione incompleta tra shareholder e manager, e il Type II, legato ai conflitti tra large shareholders e manager o tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Verranno infine proposti gli studi di Rafael La Porta sull'investor protection, nei quali viene esaminata la qualità e l'effettiva applicazione del corpo normativo posto a tutela degli investitori.

Nel terzo capitolo ci si concentrerà sullo shareholder activism: l'attivismo degli shareholder è un fenomeno in continua espansione che sta mutando in maniera significativa il modo di approcciarsi alla compagnia da parte degli azionisti. La prima sezione del capitolo si concentrerà sull'evoluzione dello *shareholder activism* in U.S.A. Il movimento, nato negli anni '30, ha visto accrescere la sua importanza e diffusione con il passare degli anni, fino ad arrivare al boom registrato dai primi anni 2000 in poi.

Uno strumento centrale per il movimento è rappresentato dalle *shareholder proposals*: queste vanno consegnate in accordo a quanto stabilito dalla SEC Rule 14a-8 e hanno la finalità di consentire all'azionista di presentare proposte non vincolanti da sottoporre a votazione in sede assembleare. Si esporranno i requisiti necessari per la presentazione di una shareholder proposal, le principali richieste

effettuate al management e, tramite il supporto dei grafici, si presenterà un'analisi del numero di proposte consegnate e dei settori maggiormente interessati.

Nelle ultime due sezioni del capitolo ci si concentrerà sull'attivismo dei fondi di investimento. Una buona parte dei movimenti di *shareholder activism* è ormai coordinata e gestita da tali investitori: si esporranno quindi le modalità di intervento, gli orizzonti temporali di interesse e le finalità perseguite da tali investitori. Verrà infine proposto un focus sull'attivismo degli hedge fund e sulle principali differenze con l'attivismo dei fondi pensione e mutualistici.

Il quarto e ultimo capitolo consiste in uno studio di quelli che sono stati i trend delle shareholder proposals delle recenti proxy season. Per effettuare l'analisi sono state scelte come campione le imprese facenti parte della lista Fortune 250, che raccoglie le prime 250 imprese statunitensi per ricavi lordi. Il periodo d'osservazione è stato individuato nell'arco temporale 2011-2014: nel 2011 è infatti entrato in vigore il 'Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act', che, come vedremo, ha mutato sensibilmente il panorama delle shareholder proposals riguardanti l'Executive Compensation. Verranno analizzati i trend riguardanti la partecipazione al voto, la tipologie di shareholder proposals presentate, il tasso di successo di tali proposals e quali sono gli investitori più attivi nella presentazione delle proposte.

Nelle conclusioni si ricapitolerà quanto evidenziato nel quarto capitolo, si cercherà di offrire una spiegazione di quanto osservato e infine si proverà a delineare i trend della proxy season 2015 tramite la presentazione di alcuni dati parziali.

## 1. LA CORPORATE GOVERNANCE IN USA: UNA EVOLUZIONE STORICA

La Corporate Governance statunitense ha vissuto cinque fasi storiche ben precise, ognuna di queste governata da un suo paradigma. All'interno del capitolo queste fasi verranno ripercorse in maniera dettagliata: si espliciteranno le caratteristiche di ogni periodo tramite l'ausilio di grafici e tabelle, se ne evidenzieranno le similitudini e le differenze anche con l'utilizzo di numeri e dati statistici.

Si partirà dall'analisi del periodo del *Managerial capitalism* (già teorizzato da Berle e Means nel trattato "*The modern corporation and private property*" del 1932) che ha contraddistinto gli anni '50-'70: questa fase si caratterizzò per l'elevata presenza di imprese nelle quali la proprietà era separata dal controllo. La gestione dell'impresa venne infatti affidata a manager professionisti, mentre la figura del *dominant CEO* scomparve gradualmente. Si proseguirà con l'analisi dell'*Investor capitalism*, periodo che vide l'ascesa degli investitori istituzionali e del fenomeno delle hostile takeover, per arrivare infine alla *Shareholder value theory*: questa fase venne caratterizzata da un rinnovata centralità del ruolo degli shareholder, oltre a una reazione concreta del management al ridimensionamento del loro ruolo avvenuto durante l'*Investor capitalism*. Infine, si analizzeranno il crac Enron e la crisi dei *subprime* del 2008: l'analisi di questi due avvenimenti è funzionale all'analisi svolta, poiché hanno rappresentato due elementi di rottura con il passato fondamentali nella storia della Corporate Governance statunitense.

## 1.1 IL MANAGERIAL CAPITALISM

Il *Managerial capitalism* nasce negli Stati Uniti durante gli anni '50, per poi affermarsi definitivamente agli albori degli anni '60. Tuttavia, la teoria del *Managerial capitalism* venne proposta per la prima volta nel 1932 da Adolf A. Berle e Gardiner C. Means nel loro trattato intitolato "*The modern corporation and private property*".

All'interno di questo lavoro, i due economisti dimostrarono che la produzione americana era concentrata nelle mani delle duecento aziende più grandi, e che queste erano controllate a tutti gli effetti dai manager, nonostante la proprietà fosse formalmente attribuibile agli shareholder.

Il *Managerial Capitalism* si basa proprio su questa assunzione: esiste una separazione marcata tra proprietà e controllo. Queste non sono più esercitate dalla stessa persona (il cosiddetto "*dominant CEO*"), poiché il controllo delle *firm* americane viene assunto da *executive directors* dotati di adeguata preparazione e competenza professionale. Questa teoria rigetta in maniera evidente quella che era stata la visione 'classica' dell'imprenditore o del manager proprietario quale soggetto che gestisce l'impresa al solo fine della massimizzazione del profitto. Tale obiettivo viene infatti affiancato, se non addirittura sostituito, da quello della ricerca della soddisfazione della funzione di utilità dei massimi vertici aziendali. Questa discrezionalità della quale i manager erano venuti a beneficiare non era ovviamente illimitata: essi dovevano raggiungere degli obiettivi minimi in termini di profitto, pena la rimozione dalla carica.

Gli anni '60 e '70 furono caratterizzati da una forte separazione tra proprietà e controllo: il risultato di questa separazione portò al verificarsi dei cosiddetti *agency problems* (problemi di agenzia) già teorizzati negli anni '30 da Berle & Means, i quali verranno trattati in maniera più approfondita all'interno del Capitolo 2.

Per quanto riguarda la composizione dei board, la Tabella 1.1 mostra in maniera evidente come questi fossero composti in maggioranza da *inside directors*<sup>1</sup>, i quali spesso venivano scelti tra gli ‘uomini di fiducia’ degli attuali *directors*<sup>2</sup>.

**TABELLA 1.1**

Year	Inside (%)	Affiliated (%)	Independent (%)
1950	49	26	22
1960	43	31	24
1970	41	34	25
1980	33	30	37
1990	26	14	60
2000	18	15	67

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da Gordon (2007)

Andando ad analizzare la Tabella 1.1, si evince come negli anni '50 la metà del Consiglio d'amministrazione fosse composto da Inside Directors (49%), mentre solo il 22% dei consiglieri era indipendente. Questa tendenza è rimasta sostanzialmente invariata fino agli anni '80, quando la percentuale di consiglieri esterni ha superato quella degli interni (37% contro 33%).

Tornando a considerare esclusivamente l'arco temporale riguardante il Managerial Capitalism (1950-1970), bisogna rimarcare come gli Inside Directors contrastavano le decisioni del CEO molto raramente, anche in virtù dei rapporti di amicizia che spesso legavano le due figure. Allora infatti il concetto di indipendenza veniva percepito in maniera significativamente diverso rispetto a come viene considerato attualmente: negli anni '50 e '60 infatti un consigliere era considerato indipendente nel momento in cui questo non era un *'full-time executive'*, ossia che non ricopriva a tempo pieno il ruolo di consigliere all'interno dell'azienda in questione.

<sup>1</sup> Il Consiglio d'Amministrazione è composto da un mix di consiglieri interni (*inside directors*) e di consiglieri esterni (*outside directors*). Al contrario di quest'ultimi, che non ricoprono alcun altro ruolo all'interno dell'azienda, gli *inside directors* sono membri del team manageriale dell'impresa: spesso, essi possiedono una partecipazione significativa nel capitale di rischio dell'impresa, a differenza dei consiglieri esterni i quali hanno il compito di controllare l'operato dei consiglieri interni.

<sup>2</sup> "Old boys' network" (Mace, 1971)

Questa concezione di indipendenza alquanto lata sollevò ovviamente numerosi dibattiti circa l'effettiva indipendenza degli *Outside Directors*<sup>3</sup>. Una soluzione a questo problema venne data solamente nel 1977 (un anno dopo la pubblicazione dell'opera di Eisenberg), quando il NYSE<sup>4</sup> richiese la presenza all'interno delle imprese di un *audit committee* composto da *directors* definiti "*independent of management*", cioè che non facessero parte del management dell'azienda in questione. Per quanto riguarda gli *affiliated directors*<sup>5</sup>, essi avrebbero potuto ricoprire il ruolo di *independent directors* solo se le relazioni intrattenute con i consiglieri del board non avessero minato l'obiettività e l'imparzialità di giudizio richiesti.

La struttura azionaria delle *firms* statunitensi era (ed è tuttora), come detto, molto frazionata: il capitale di rischio è diviso fra un elevato numero di azionisti che ne possiedono quote poco significative. Tuttavia, l'operato dei manager non era privo di alcun controllo. Un importante meccanismo di tutela degli azionisti venutosi a formare negli anni 60' è rappresentato dal mercato per il controllo societario (*market for corporate control*), il quale ha la funzione di allocare il controllo dell'impresa alle persone che vi attribuiscono maggior valore. Il requisito fondamentale affinché questo meccanismo funzioni è rappresentato dalla capacità del mercato di valutare correttamente il valore delle azioni di un'impresa: se ci troviamo infatti in presenza di un mercato dei capitali efficienti, il prezzo delle azioni di un'impresa rifletterà pienamente la qualità delle decisioni del

---

<sup>3</sup> Il primo autore a mettere in discussione la definizione di *Independent Directors* fu Melvin A. Eisenberg. Nel 1976 il Professore della University of California, Berkeley pubblicò "*The structure of the corporation: a legal analysis*", testo considerato di fondamentale importanza nel processo evolutivo della Corporate Governance statunitense.

Il trattato di Eisenberg inizia con la discussione della posizione legale occupata dagli shareholders (la cosiddetta "*shareholders democracy*") fino ad arrivare a quello che dovrebbe essere il ruolo dei *directors* e degli *auditors* di un'azienda. Eisenberg critica fortemente la definizione di indipendenza vigente durante gli anni del *Managerial Capitalism*, non considerando ammissibile che un consigliere impiegato part-time in un'azienda possa essere considerato come se fosse completamente indipendente. Un'altra serie minaccia all'indipendenza dei board individuata da Eisenberg era il processo elettivo da seguire per la nomina dei consiglieri. Gli shareholders avevano infatti pochissima voce in capitolo riguardo l'elezione dei nuovi *directors*, poiché le leggi di allora prevedevano un costoso e lungo processo di *proxy voting* il quale era difficilmente sostenibile dagli shareholders.

<sup>4</sup> NYSE è l'acronimo di "New York Stock Exchange". La Borsa di New York è la più grande borsa valori del mondo per volumi di scambio e la seconda per numero di società quotate.

<sup>5</sup> Gli *Affiliated Directors* sono consiglieri che sono stati legati in qualche modo, o lo sono tuttora, all'impresa in questione. Ad esempio, un ex consigliere ora in pensione, un ex membro del board, e un membro di un altro board che ha una parentela con un *director* dell'impresa in questione sono tutti considerati *Affiliated Directors*.

management. Di conseguenza, il valore azionario di un'impresa non gestita in maniera efficace sarà destinato a scendere, fino a raggiungere un valore talmente basso da incentivare un investitore ad acquisirne il controllo. I potenziali acquirenti saranno attratti dall'opportunità di realizzare un profitto dall'investimento: il guadagno dello scalatore dipenderà dall'incremento del valore azionario che si verificherà in relazione al miglioramento della gestione aziendale. L'acquirente sarà infatti attratto dall'opportunità di realizzare un *capital gain*, derivante dal miglioramento della gestione dell'impresa di cui è entrato in possesso.

I *Compensation Committee* invece erano scervi da regolamentazione. La remunerazione degli *executive* era composta per la maggioranza da una parte fissa, al quale veniva aggiunta una parte formata da bonus legati alle prestazioni e ai risultati raggiunti dall'impresa durante l'anno. I salari erano fortemente legati alla misura dei ricavi conseguiti dall'impresa, mentre rimanevano del tutto insensibili alla creazione del valore nel medio-lungo periodo<sup>6</sup>: per esempio, fino agli anni '80 compresi, in media solamente il 20% della remunerazione dei CEO era collegata alla performance azionaria dell'impresa, mentre il restante 80% era legata all'andamento di indicatori riguardanti il volume delle vendite e dei ricavi<sup>7</sup>.

La fase storica che vide il manifestarsi del Managerial Capitalism venne caratterizzata dall'ascesa di un particolare forma di *business practice*: la fusione conglomerale. La fusione conglomerale si ha tra imprese operanti in settori del tutto diversi e non connessi tra loro. La ratio di questa operazione straordinaria era di esplorare nuovi settori e aumentare il più possibile la diversificazione delle attività svolte dall'impresa. La teoria giacente dietro queste operazioni era di internalizzare il mercato dei capitali, così che le aziende avrebbero potuto ridurre il rischio e raggiungere l'efficiente allocazione delle risorse tra i diversi business<sup>8</sup>. Queste fusioni avevano luogo durante i periodi nei quali il mercato tendeva ad andare bene, e venivano solitamente finanziate tramite lo scambio di azioni<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> "Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them" (Jensen & Murphy, 2004)

<sup>7</sup> "Are CEOs really paid like bureaucrats?" (Hall & Liebman, 1998)

<sup>8</sup> "Merger: Motives, effects, policies" (Steiner, 1975)

<sup>9</sup> "Stock Market driven acquisitions" (Shleifer & Vishny, 2003)

Nonostante gli USA non abbiano mai sviluppato un modello di Corporate Governance legato alla *stakeholder theory*<sup>10</sup>, il Managerial Capitalism ha permesso il raggiungimento di una serie di obiettivi appartenenti alla teoria postulata da Freeman. Ad esempio, la maggior parte delle imprese durante questa fase storica ha preferito ritenere gli utili piuttosto che distribuirli, per poi reinvestirli all'interno dell'azienda per finanziarne la crescita<sup>11</sup>. Le imprese americane hanno inoltre sviluppato durante questi anni una sorta di "capitalismo del benessere" (*welfare capitalism*): le aziende di dimensioni maggiori hanno infatti contribuito alla creazione di mercati interni del lavoro forti e stabili, caratterizzati da un basso tasso di disoccupazione, da un livello retributivo medio elevato e da un basso livello di turnover tra gli impiegati<sup>12</sup>.

## 1.2 L'INVESTOR CAPITALISM

---

<sup>10</sup> La stakeholder theory è una teoria manageriale sviluppata originariamente da Robert Edward Freeman nel libro del 1984 *Strategic management: A stakeholder approach*, la quale si pone in aperto contrasto con la *shareholder theory*. Quest'ultima identifica l'unico fine dell'impresa nell'obiettivo di soddisfare i soli possessori del capitale di rischio (gli shareholders). Al contrario, la *stakeholder theory* propone una versione più allargata, affermando che le imprese dovrebbero tenere in considerazione anche gli interessi di impiegati, fornitori, clienti, finanziatori, gruppi politici e via dicendo.

<sup>11</sup> *The new economy business model and sustainable prosperity* (Lazonick, 2008)

<sup>12</sup> *Freethinkers: A history of American secularism* (Jacoby, 2004)

Gli anni '80 furono contraddistinti da una serie di importanti cambiamenti all'interno del panorama statunitense. La crescita macroeconomia rallentò drasticamente, il predominio delle industrie americane venne messo in discussione dalla crescente competizione proveniente dall'estero e i mercati azionari si vennero a trovare in una fase stagnazione. In questo contesto di crisi economica, il potere dei manager venne messo in forte discussione: stava per iniziare il periodo noto come Investor Capitalism, il quale fu caratterizzato dall'avvento di un nuovo tipo di investitori e del fenomeno delle hostile takeover.

Gli investitori istituzionali emersero prepotentemente come nuova categoria di shareholder. I fondi pensioni in particolare raggiunsero, durante la metà degli anni '80, un livello di importanza significativo quali possessori di capitale di rischio delle imprese americane (vedi Tabella 1.2).

**TABELLA 1.2**

	<b>1945</b>	<b>1955</b>	<b>1965</b>	<b>1975</b>	<b>1985</b>
<b>Individuals</b>	93,1%	88,1%	83,8%	69,6%	54,2%
<b>Insurance Funds</b>	2,4%	3,2%	2,9%	5,0%	5,8%
<b>Pension Funds</b>	0,0%	2,2%	5,9%	15,8%	28,0%
<b>Mutual Funds</b>	0,8%	2,4%	4,2%	4,0%	5,0%
<b>Foreign Investors</b>	2,3%	2,3%	2,0%	4,0%	6,0%

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da U.S. Federal Reserve.

La Tabella 1.2 mostra l'evoluzione del possesso di quote azionarie delle imprese statunitensi nel periodo 1945-1985. Da notare come il possesso di equity degli *individuals* (persone fisiche) sia passato dal 93,1% del 1945 al 54,2% del 1985 (variazione in diminuzione del 38,9%), mentre i fondi pensione siano passati

dallo 0% del 1945 al 28% del 1985. Risulta interessante anche il dato relativo ai *foreign investors*, ossia agli investitori esteri, i quali hanno visto la loro presenza quasi triplicarsi in soli 20 anni (sono passati dal 2% del 1965 al 6% del 1985, il che rappresenta un notevole incremento considerate le dimensioni del mercato americano).

Gli investitori istituzionali possedevano portafogli diversificati, e si distinguevano dagli investitori individuali per la tendenza ad usare la strategia “*voice*” piuttosto che la “*exit strategy*”<sup>13</sup>. Alcuni fondi pensione pubblici quali CalPERS<sup>14</sup> divennero *players* sempre più importanti e attivi all’interno della Corporate Governance americana, intervenendo in maniera fattiva nei processi di corporate management delle imprese<sup>15</sup>. Anche le più importanti banche di investimento si adeguarono ai cambiamenti, spostando il loro business dai *Corporate Bond* (interesse rivolto al medio-lungo periodo) verso strategie incentrate principalmente sull’*equity trading*<sup>16</sup>.

Questa fase storica fu caratterizzata da un'ondata senza precedenti di hostile takeovers.

Consideriamo il periodo 1984-1986 e prendiamo in esame solamente i tentativi di scalate ostili con prezzo di acquisto almeno pari a 50 milioni di dollari. Con questi parametri, si registrano 62 tentativi di hostile takeovers: di questi, l’81% ebbe successo, mentre solamente nel 19% dei casi l’impresa riuscì a rimanere indipendente (50 scalate su 62 andarono in porto). Si tratta di una percentuale elevatissima, che mai più si è riproposta nella storia<sup>17</sup>. Per questo motivo, gli storici hanno rinominato questa fase storica “il periodo dei *corporate raids*”.

---

<sup>13</sup> L’argomento verrà ripreso e sviluppato in maniera dettagliata all’interno del Capitolo 3

<sup>14</sup> CalPERS è l’acronimo di California Public Employees’ Retirement System, fondo pensione statunitense con sede a Sacramento, California. Fondato nel 1932, è allo stato attuale il più grande fondo pensione degli USA, con oltre 300.3 miliardi di dollari di asset. CalPERS è noto per il suo attivismo nei processi di corporate management, ed è stato definito “*one of America’s most powerful shareholder bodies*” (*CalPERS calls for head to roll at Citygroup over allegation of poor corporate governance*, Griffiths, 2004)

<sup>15</sup> “*Investor Capitalism: how money managers are rewriting the rules of corporate America*” (Useem, 1996)

<sup>16</sup> “*Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*” (Lazonick & O’Sullivan, 2000)

<sup>17</sup> Dati presi da “*Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization*” (Bhagat & Shleifer & Vishny, 1990)

L'attenzione dei *corporate raiders* era rivolta principalmente alle imprese che negli anni precedenti avevano effettuato delle fusioni conglomerali. Le imprese altamente diversificate venivano acquisite spesso a prezzi elevati: successivamente, alcuni rami aziendali venivano scissi per poi essere rimessi a caro prezzo sul mercato.<sup>18</sup>

Questa ondata di takeover venne in qualche maniera favorita da una serie di cambiamenti nelle leggi anti-trust, ma anche da alcuni importanti innovazioni riguardanti i cosiddetti *junk bonds*<sup>19 20</sup>. Questi titoli vennero acquisiti in particolare dai fondi comuni d'investimento e, in seguito, dai fondi assicurativi, i quali erano disposti ad assumersi un rischio maggiore pur di trovare delle opportunità di investimento redditizie.

L'istituto del Leveraged Buy-out divenne di frequente utilizzo durante gli anni '80. Per la prima volta nella storia, le imprese di dimensioni più rilevanti erano concretamente esposte al rischio di un takeover. Gli investitori a caccia di guadagni solevano mettere nel mirino le imprese giudicate più redditizie: una volta acquisite, questi avrebbero rimesso in vendita alcuni asset dell'impresa in modo tale da estinguere il debito contratto. Il finanziamento tramite debito venne usato per ritirare all'incirca 500 miliardi di dollari di equity, poiché le imprese erano solite riacquistare le azioni proprie<sup>21</sup> che erano state utilizzate per sovvenzionare il takeover<sup>22</sup>.

Parallelamente a questi cambiamenti, il ruolo e la composizione del board finirono per la prima volta sotto la lente di ingrandimento. Il Consiglio d'Amministrazione delle imprese di maggiori dimensioni era stato fino ad allora visto come una "cerchia ristretta" governata dagli Inside Directors, con le banche a svolgere un ruolo centrale tramite gli *Interlocked Directors*<sup>23</sup>. Tuttavia, tra il 1982 e il 1994, la

---

<sup>18</sup> "The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form" (Davis & Diekmann & Tinsley, 1994)

<sup>19</sup> I Junk bonds, o titoli spazzatura, sono delle obbligazioni dal rendimento elevato, ma che si caratterizzano per un rischio altrettanto alto. Spesso questi titoli vengono emessi da società che possiedono un rating non molto elevato

<sup>20</sup> "Monopsony: Antitrust law and economics" (Blair & Harrison, 1993)

<sup>21</sup> Anche nota come operazione di "Buy-back"

<sup>22</sup> "The state of U.S. Corporate Governance: What's right and what's wrong?" (Holmstrom & Kaplan, 2003)

<sup>23</sup> "The inner circle: Large corporations and the rise of business political activity in the U.S. and the U.K." (Useem, 1986)

centralità delle banche svanì gradualmente per via della possibilità delle imprese di accedere a mercati finanziari contraddistinti da una regolamentazione completamente nuova<sup>24</sup>. Come già evidenziato nella Tabella 1.1 (pag. 4), la percentuale di Independent Directors passò dal 37% del 1980 al 60% del 1990 (variazione in aumento del 23%). Tuttavia, nonostante l'incremento di Outside Directors, i CEO continuavano a detenere il controllo del processo di selezione, riproponendo la questione dell'effettiva indipendenza degli amministratori esterni<sup>25</sup>, i quali rimasero sostanzialmente dei semplici consiglieri mentre il potere decisionale rimaneva saldamente nelle mani degli Inside Directors.

La crescente attenzione verso i prezzi delle azioni e lo *shareholder value*, che ebbe la sua massima espressione negli anni '90, portò all'attenzione della critica l'argomento della remunerazione degli executive. In particolare, si cercò di rafforzare i collegamenti tra *pay e performance*<sup>26</sup>. Uno sviluppo chiave in materia fu rappresentato dall'introduzione delle opzioni sulle azioni e di altri incentivi basati sull'andamento del titolo.

I seguenti grafici mostrano la percentuale di CEO americani i quali beneficiarono delle stock option (Grafico 1.3), mentre il Grafico 1.4 si concentra sulla distribuzione tra componente fissa, bonus e stock option della retribuzione dei Top 100 CEO statunitensi tra il 1970 e il 1990.

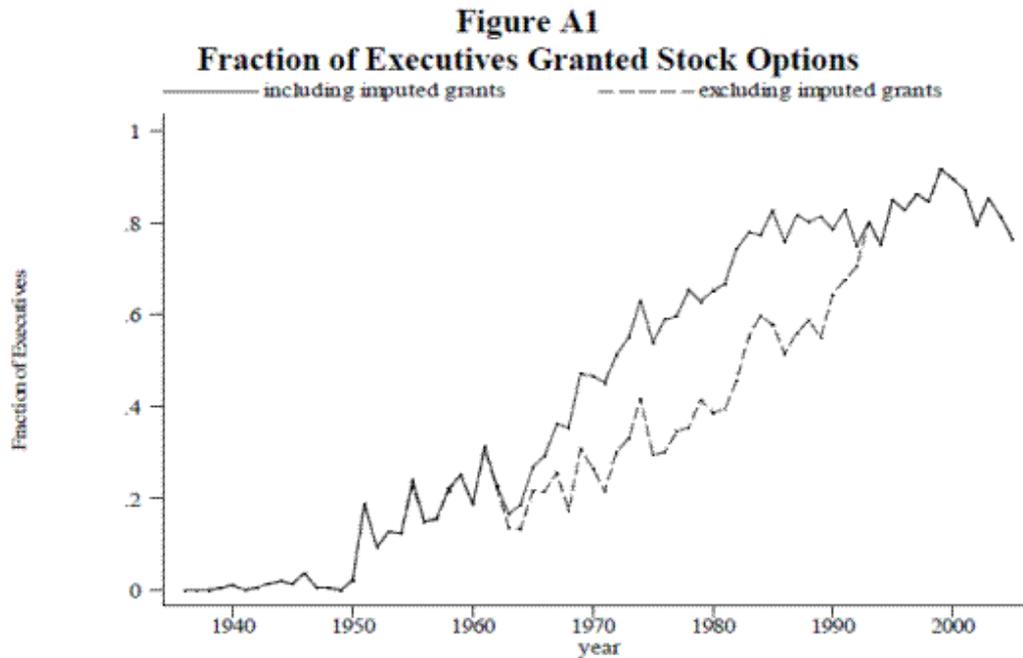
---

<sup>24</sup> Per approfondimenti si rimanda a "*Power without efficacy: The decline of the American corporate elite*" (Mizruchi, 1999)

<sup>25</sup> "*Pawns or Potentates: The reality of America's Corporate Boards*" (Lorsch & Maciver, 1989)

<sup>26</sup> Per approfondimenti si rimanda a "*Pay without performance: The unfulfilled promise of Executive Compensation*" (Bebchuk & Fried, 2006)

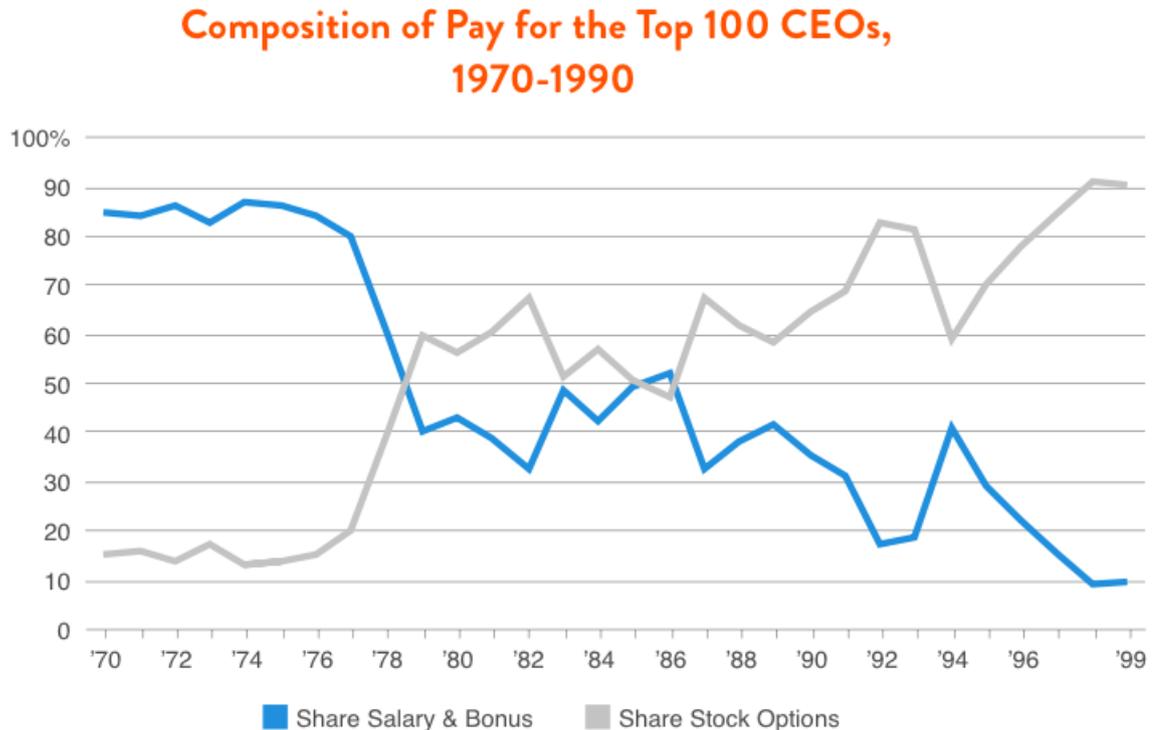
### GRAFICO 1.3



Fonte: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

Sull'asse delle ascisse è rappresentato il periodo storico di riferimento (1940-2000), mentre sull'asse delle ordinate troviamo la percentuale di Executive Directors. Come si evince dai dati, negli anni '40 l'istituto delle stock option era totalmente assente nel panorama statunitense. La prima concessione di diritti di opzione venne effettuato nella seconda metà degli anni '40, ma la percentuale di Executive che ne beneficiò fu esigua (di poco superiore al 2%). Un incremento degno di nota si ebbe durante la prima metà degli anni '50, quando al 20% circa degli Executive venne concesso tale strumento di *compensation*. Tuttavia, il boom di stock option si registrò dagli anni '70 in poi: a partire da quest'epoca, le opzioni sulle azioni erano diventate prassi comune, tanto che a metà degli anni '80 il 90% circa degli Executive beneficiava di questa forma di retribuzione.

## GRAFICO 1.4



Fonte: Piketty & Saez, 2012

Il Grafico 1.4 mostra come si è evoluta tra il 1970 e la fine degli anni '90 la struttura salariale dei Top 100 CEO statunitensi. Sull'asse delle ascisse viene rappresentato il periodo storico di riferimento, mentre sull'asse delle ordinate si trova la composizione media (espressa in percentuale) del salario dei migliori 100 CEO. L'uso dei piani di stock option è aumentato significativamente a partire dal 1978, fino ad incidere per il 68% sul salario medio nel 1982 e nel 1987. A partire dagli anni '90 poi si è fatto un uso massiccio di questo strumento, portando al fallimento di alcune delle più grandi imprese americane.

Gli *equity-based incentives* si spansero a macchia d'olio durante gli anni '80, in parte per via delle numerose scalate ostili che erano state portate a termine. Se un limite legale era stato posto sul bonus cash massimo che poteva essere concesso in seguito a un takeover, nulla venne stabilito per quanto riguarda gli incentivi collegati all'equity. Tra questi, di frequente utilizzo erano i cosiddetti "Golden

*Parachutes*” (paracadute d’oro): quando un investitore decideva di lanciare una scalata ostile, questi poteva offrire un paracadute d’oro ai manager che avrebbero perso il loro posto di lavoro, qualora il takeover fosse portato a termine. Questa tecnica, che suscitò non poche polemiche, aveva il fine di “ammorbidire” la resistenza del management della compagnia bersaglio. Nel 41% dei casi nei quali venne offerto un paracadute d’oro la scalata venne portata a termine; questa percentuale sale al 57% nel 1996 e addirittura al 70% nel 2000<sup>27</sup>. Tuttavia, gli shareholder non avevano ancora alcun “say on pay”<sup>28</sup>, lasciando totalmente nelle mani del board il compito di determinare la *compensation* del management. Basti pensare che negli anni '80, la retribuzione media corrisposta ai CEO aumentò del 415% rispetto al decennio precedente<sup>29</sup>. Questo spalancò le porte al cambiamento, poiché a partire dagli anni '90 la retribuzione dei manager divenne argomento di centrale interesse.

---

<sup>27</sup> Dati tratti da: “*Remuneration: Where we’ve been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*” (Jensen & Murphy, 2004)

<sup>28</sup> Letteralmente, non avevano alcuna voce in capitolo circa la strutturazione della *compensation* dei CEO.

<sup>29</sup> Dati tratti da: “*Remuneration: Where we’ve been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*” (Jensen & Murphy, 2004)

### 1.3 LA SHAREHOLDER VALUE THEORY

La *shareholder value theory* ha come obiettivo il superamento dei problemi che si vengono a creare a causa della discrepanza tra obiettivi desiderati dagli azionisti e obiettivi realmente perseguiti dal management.

La teoria venne proposta per la prima volta da Milton Friedman nel suo libro "*Capitalism and freedom*" del 1962 e poi ripresa con un articolo pubblicato sul New York Times del 1970<sup>30</sup>. In questi due testi Friedman discute degli obiettivi che l'impresa dovrebbe porsi. Questa non deve avere nessuna responsabilità sociale nei confronti del pubblico o della società, ma deve concentrarsi esclusivamente sul conseguimento dei profitti per i propri shareholder. Quest'ultimi dovranno invece sostenere una responsabilità sociale verso l'esterno: tuttavia, la decisione circa quali responsabilità e nei confronti di chi assumerle sarà esclusivamente a carico del singolo shareholder. L'unico tipo di *social responsibility* che l'impresa avrà sarà nei confronti dei propri azionisti, che sono visti come il vero motore dell'azienda e come gli unici soggetti nei confronti dei quali esisteranno degli obblighi.

Con l'avvento degli anni '90, il ruolo degli shareholder assunse un'importanza centrale all'interno delle imprese statunitensi. Tuttavia, questa fase storica vide una risposta concreta del management al ridimensionamento della loro importanza avvenuto durante il periodo dell'Investor Capitalism. Gli executive infatti incominciarono a difendersi attivamente dai tentativi di scalate ostili e, allo stesso tempo, allinearono i loro interessi a quelli degli shareholder tramite nuove forme di *compensation* e tramite l'accettazione della *shareholder value theory*<sup>31</sup>. Questa teoria è fondata sul concetto che l'obiettivo primario di un'impresa è di incrementare il benessere dei propri azionisti tramite il pagamento dei dividendi e/o l'innalzamento del prezzo delle azioni<sup>32</sup>. L'azienda dovrebbe inoltre selezionare

---

<sup>30</sup> "The social responsibility of business is to increase its profits", The New York Times Magazine (Friedman, 1970)

<sup>31</sup> "Corporate malfeasance and the myth of Shareholder Value" (Dobbin & Zorn, 2005)

<sup>32</sup> "Creating Shareholder Value: The new standard for business performance" (Rappaport, 1986)

esclusivamente quelle opportunità di investimento che ne aumentano il valore di mercato di lungo periodo. La *shareholder value theory* infatti, fondandosi sulla efficace allocazione e valorizzazione del capitale umano investito, si pone come obiettivo il superamento dei problemi legati alla mancata convergenza tra obiettivi del management e obiettivi degli azionisti.

Dal punto di vista del possesso di azioni, gli investitori istituzionali, i quali erano entrati prepotentemente nel mercato tra gli anni '70 e gli anni '80, continuarono a vedere accresciuta la loro importanza (vedi Tabella 1.5).

**TABELLA 1.5**

	<b>1985</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>
<b>Individuals</b>	54,2%	52,3%	41,6%	30,0%
<b>Insurance</b>	5,8%	5,2%	6,4%	7,5%
<b>Pension Funds</b>	28,0%	23,2%	21,0%	23,3%
<b>Mutual Funds</b>	5,0%	12,1%	18,5%	22,8%
<b>Foreign Investors</b>	6,0%	5,7%	10,3%	12,6%

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da U.S. Federal Reserve.

La Tabella 1.5 (che altro non è che la prosecuzione della Tabella 1.2) mostra l'evoluzione del possesso di quote azionarie delle imprese statunitensi nel periodo 1985-2005. Come si evince dai dati, i fondi mutualistici hanno visto accrescere significativamente la loro importanza grazie a un incremento del 17,8% in venti anni. Un altro dato di estrema importanza è rappresentato dalla presenza di investitori stranieri nelle imprese americane: seguendo la tendenza che si era già manifestata negli anni precedenti (vedi Tabella 1.2), questi hanno visto raddoppiata la loro partecipazione tra il 1985 e il 2005. Il ruolo degli investitori individuali, che era stato primario fino alla metà degli anni '80, diviene con il

passare del tempo sempre meno centrale (nel 2007 diverrà addirittura secondario rispetto a quello dei fondi mutualistici)<sup>33</sup>.

Gli investitori istituzionali non solo accrebbero le loro dimensioni ma, gradualmente, iniziarono a votare contro le misure difensive proposte dai manager per difendersi dai takeover ostili e addirittura iniziarono a supportare attivamente iniziative tese a rimuovere tali difese.

Un altro dato significativo riguardante l'incremento dell'attivismo degli shareholder si evince dall'analisi delle *shareholder resolutions*<sup>34</sup>: al termine del 1984, le proposte degli shareholder presentate in totale furono 275, con una partecipazione media al voto pari al 5,7%. Nel 1991 invece queste furono ben 487, con una partecipazione al voto del 24,1%<sup>35</sup>. Una buona percentuale di questo dato viene dall'attivismo di CalPERS, che si dimostrò uno degli investitori istituzionali più presenti e influenti di questo periodo.

Un importante cambiamento che ebbe luogo durante questa fase storica fu relativo al numero di hostile takeovers: questi diminuirono in maniera evidente a partire dalla seconda metà degli anni '90. Le scalate divennero sempre meno ostili, avevano luogo principalmente tra imprese facenti parte dello stesso settore industriale ed erano spesso finanziate tramite lo scambio di titoli azionari<sup>36</sup>.

---

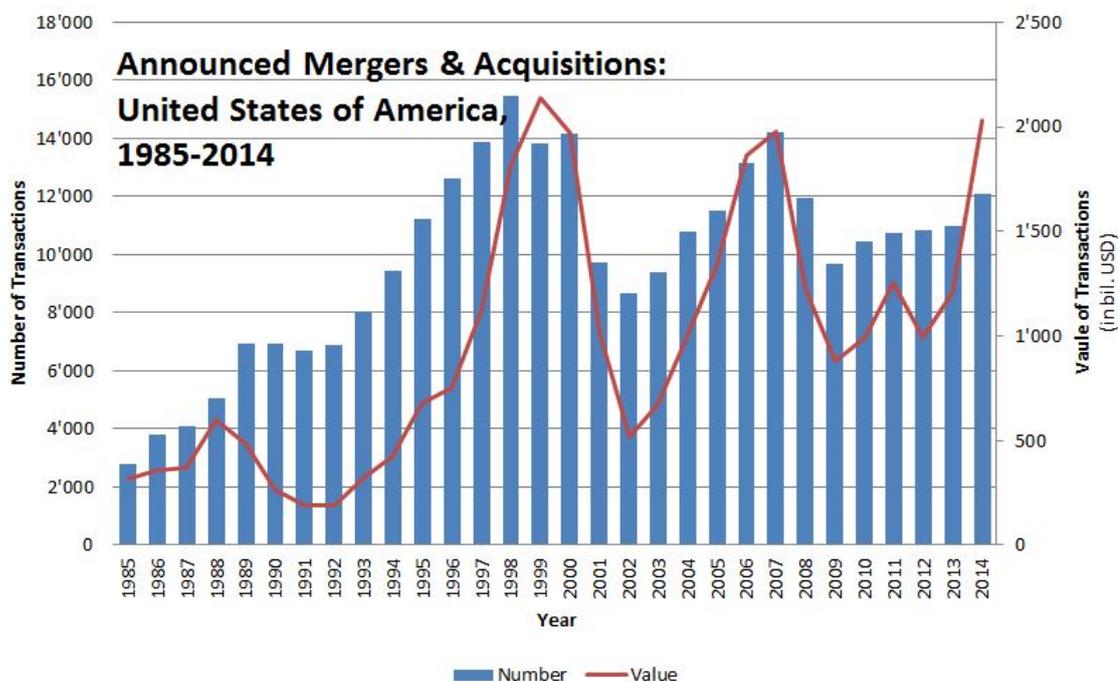
<sup>33</sup> Fonte: U.S. Federal Reserve

<sup>34</sup> Le *Shareholder Resolutions* sono delle proposte fatte dagli shareholder (spesso incentrate su *executive compensation* e problemi di *Corporate Social Responsibility*) che verranno poi sottoposte a votazione da parte del board. Per quanto riguarda le public companies statunitensi, le *shareholder resolutions* sono gestite dalla SEC (Security and Exchange Commission). L'argomento verrà approfondito all'interno del Capitolo 3.

<sup>35</sup> Dati tratti da "A social movement perspective on corporate control" (Davis & Thompson, 1994)

<sup>36</sup> "Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: making sense of the 1980s and 1990s" (Holmstrom & Kaplan, 2001)

**GRAFICO 1.6**



Fonte: [www.imaa-institute.com](http://www.imaa-institute.com)

Il grafico mostra 1.6 l'evoluzione del numero di fusioni e takeover, ostili e non ostili, che hanno avuto luogo negli Stati Uniti tra il 1985 e il 2014. Soffermandoci esclusivamente sul periodo 1990-2005, si evince che il numero di Mergers & Acquisitions annui è passato dai circa 7000 del 1990 ai quasi 12000 del 2005 (molti di questi sono avvenuti nel periodo 1998-2005, nel pieno della cosiddetta "DOT.COM Bubble"). Tuttavia, di questi, solamente 176 furono takeover ostili, poiché dei 332 tentati durante questo arco temporale ben 156 fallirono (ossia il 47% del totale), mentre appunto solamente 176 volte vennero portati a termine. Inoltre, nel 31% dei casi (103 takeover) l'impresa venne acquisita da un *alternative bidder*, ossia da un acquirente manifestatosi solamente in un secondo momento. Solamente nel 22% dei casi (73 takeover) l'acquisizione è stata portata a compimento dall'investitore che ha lanciato in primis la scalata<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> "Varieties of Capitalism, varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA" (Jackson & Miyajima, 2007)

Esistono tre motivazioni principali a giustificazione di questo evidente decremento nel numero delle hostile takeover:

- Il crollo dei mercati dei junk bonds
- L'inasprimento delle leggi anti-takeover e la diffusione della tecnica difensiva delle *poison pills*
- Il mutato atteggiamento dei manager verso la teoria dello *shareholder value*

Per quanto riguarda il crollo dei mercati dei junk bonds, lo spartiacque è indubbiamente rappresentata dalla "Savings and Loan Crisis" (anche nota come S&L Crisis): tra il 1986 e il 1995 ben 1043 associazioni S&L<sup>38</sup> su 3234 fallirono, gravando, tra le altre cose, in maniera pesante sui contribuenti statunitensi (la spesa fiscale stimata è pari a circa 160 miliardi di dollari<sup>39</sup>). Il collasso dei fondi S&L portò la questione junk bonds all'attenzione della classe politica, la regolamentazione venne inasprita e alcuni esponenti di spicco di questi fondi vennero arrestati con le accuse di insider trading, racketing e manipolazione del mercato. All'inizio degli anni '90 il default rate dei junk bond era arrivato a superare il 9% (si consideri che la media storica è di poco superiore al 4% ed è pesantemente condizionata dalla crisi del 2008 che, come risulta ovvio, è cronologicamente successiva al periodo da noi considerato), ponendo un freno deciso all'ondata di Leveraged Buy-Outs.

Una seconda motivazione al calo del numero di hostile takeovers è rappresentata dalla "executive defense": i manager fecero forti pressioni affinché le leggi statali inasprissero le misure anti-takeover. Questo rinnovato corpo legislativo ampliò le possibilità di difesa a disposizione degli executive. Le scalate ostili divennero un processo lungo e costoso, reso oltremodo complicato da alcuni strumenti difensivi come le *poison pills*, i *golden parachutes* e *gli staggered boards*<sup>40 41</sup>. Nonostante questo nuovo potere del board di opporsi all'acquisizione (o quantomeno di ostacolarla in maniera concreta), il numero di takeover subì un nuovo incremento

---

<sup>38</sup> Un'associazione Savings and Loans (anche nota come *thrift*) ha la funzione di raccogliere depositi per poi concedere mutui, ipoteche, prestiti, macchine in leasing ecc. ai propri associati

<sup>39</sup> "Financial Audit: Resolution Trust Corporation's 1994 and 1995 Financial Statements" (U.S. General Accounting Office, 1996)

<sup>40</sup> L'argomento verrà ripreso e sviluppato in maniera dettagliata all'interno del Capitolo 3

<sup>41</sup> "Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization" (Useem, 1993)

durante la seconda metà degli anni '90 (vedi Grafico 1.6) anche se, di queste acquisizioni, solamente una percentuale esigua assunse i caratteri di un takeover ostile<sup>42</sup>.

L'ultima considerazione da fare che giustifica il calo di takeover ostili rispetto al decennio precedente consiste nel cambiamento del ruolo del board. La percentuale di acquisizioni ostili calò anche in virtù del fatto che la resistenza dei manager venne mitigata dal sempre più diffuso utilizzo dello strumento dei paracadute d'oro, i quali andavano a compensare gli executive della perdita del ruolo all'interno del CdA<sup>43</sup>. Di sempre più frequente redazione furono i contratti contenenti la "*Termination upon change of control clause*", i quali permettevano ad entrambe le parti (management e acquirenti) di uscire dal vincolo contrattuale, dietro corresponsione di un indennizzo in denaro, in caso di completamento del takeover<sup>44</sup>. Questa clausola era presente nel 41% degli accordi delle prime 1000 compagnie americane (individuate da Jensen & Murphy in base alla performance e alle dimensioni) nel 1988, ma con il passare degli anni l'utilizzo della "*Termination upon change of control clause*<sup>45</sup>" aumentò in maniera significativa: nel 1996 era utilizzata dal 57% delle "Top 1000", mentre nel 2000 questa percentuale arrivò addirittura al 70%<sup>46</sup>.

Per quanto concerne la composizione del board, già dalla prima metà degli anni '90 la maggior parte delle imprese americane quotate aveva una maggioranza di Independent Directors all'interno del Consiglio d'Amministrazione<sup>47</sup>. Considerando solamente l'arco temporale di nostro interesse della Tabella 1.1 a pagina 8, si nota che la percentuale di consiglieri esterni è aumentata in maniera significativa tra gli anni '80 e gli anni '90, con un trend positivo proseguito anche negli anni successivi: secondo il "The Wall Street Journal", la percentuale di consiglieri esterni indipendenti nel 2010 era pari al 66% se si considerano tutte le imprese

---

<sup>42</sup> *Varieties of Capitalism, varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA* (Jackson & Miyajima, 2007)

<sup>43</sup> *Cases and materials on corporations, 6th edition* (Gilson, 2004)

<sup>44</sup> L'argomento verrà ripreso e sviluppato in maniera dettagliata all'interno del Capitolo 3

<sup>45</sup> La *termination upon change of control clause* è una clausola che permette ad entrambe le parti (proprietari e management) di concludere il rapporto lavorativo in caso di cambio di proprietà.

<sup>46</sup> Dati tratti da: *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them* (Jensen & Murphy, 2004)

<sup>47</sup> "*The determinants of board structure*". *Journal of Financial Economics* (Linck & Netter & Yang, 2008)

americane, mentre questa percentuale sale al 72% se si prendono in esame solamente le imprese facenti parte dello S&P 500<sup>48</sup>.

Year	Inside (%)	Affiliated (%)	Independent (%)
1980	33	30	37
1990	26	14	60
2000	18	15	67

Nonostante questo evidente incremento del numero di *Independent Directors*, permanevano i dubbi circa l'effettiva indipendenza di quest'ultimi. La definizione di "indipendenti" rimase infatti sostanzialmente la stessa dei precedenti periodi storici, poiché solamente alcune state law si occuparono di approfondirne il significato. In secondo luogo, una seria minaccia all'effettiva indipendenza dei board proveniva dalla cosiddetta *CEO duality*: nella maggior parte delle imprese statunitensi infatti le cariche di Amministratore Delegato e di Presidente del Consiglio d'Amministrazione erano ricoperte dalla stessa persona.

Consideriamo le 120 imprese più performanti della Fortune 500<sup>49</sup> nel periodo 1995-2005. Elaborando i dati, otteniamo la seguente tabella riepilogativa:

---

<sup>48</sup> Lo S&P 500 è un indice di mercato realizzato da Standard and Poor's nel 1957. L'indice segue l'andamento azionario delle cinquecento imprese americane a maggiore capitalizzazione. Di questo paniere fanno parte le più grandi imprese quotate al New York Stock Exchange (NYSE), all'American Stock Exchange (AMEX) e al NASDAQ.

<sup>49</sup> La rivista Fortune pubblica al termine di ogni anno una lista nella quale vengono elencate le 500 maggiori imprese societarie statunitensi in base al fatturato prodotto (al netto delle accise incassate)

**TABELLA 1.7**

	<b>1995</b>	<b>2005</b>
<b>Independent Directors presenti nel board (in %)</b>	73,4%	81,4%
<b>CEO presente anche nel Comitato per le Nomine</b>	23,3%	0,8%
<b>Casi di CEO duality</b>	84,2%	69,7%

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da “*CEO duality: Balance of power and the decision to name a newly appointed CEO as chair*” (Valenti, 2012) e “*Corporate Directors’ social capital: how centrality and density impact board monitoring*” (Valenti, 2008)

Dall’analisi dei dati proposti si evincono le seguenti conclusioni:

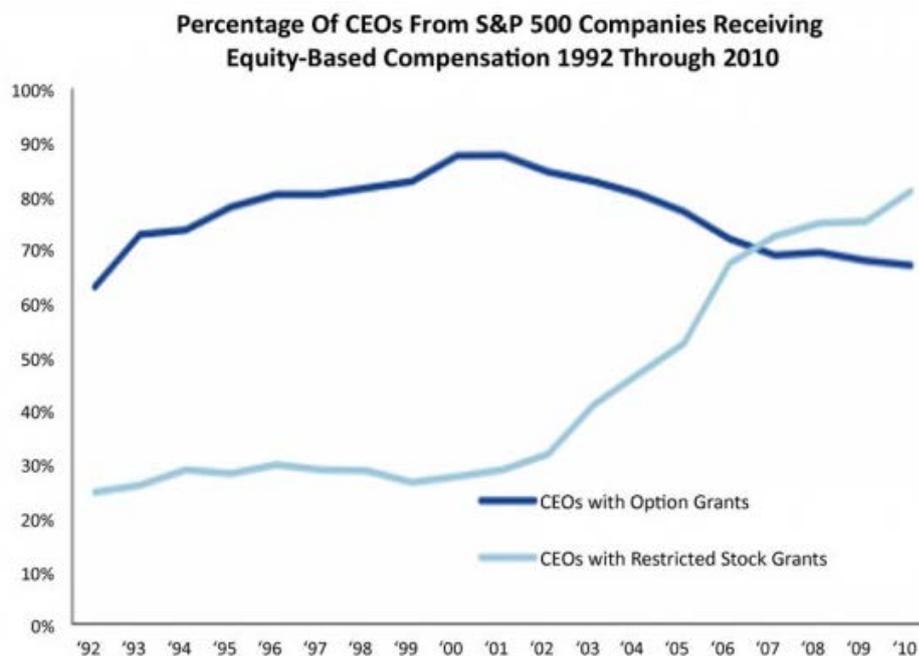
- La percentuale di *Independent Directors*, già elevata a metà anni '90, è salita all'81,4% durante la metà degli anni 2000<sup>50</sup>, anche se permangono dubbi circa l'effettiva indipendenza degli *Outside Directors*<sup>51</sup>;
- Negli anni '90 il CEO era presente, nel 23,3% dei casi, anche nel Comitato per le Nomine. La tendenza è cambiata completamente durante gli anni 2000, quando gli AD sono stati del tutto esclusi (salvo qualche caso isolato) dal Comitato per motivi di conflitti d'interesse;
- I casi di *CEO duality* sono invece rimasti elevati anche negli anni 2000: 7 imprese su 10 presentavano questa situazione all'interno del CDA.

Tra la seconda metà degli anni '90 e i primi anni del 2000 si registrò inoltre la rapida diffusione dei meccanismi di remunerazione *equity-based*: in particolare, le stock options divennero uno degli strumenti più utilizzati nella formazione della *CEO compensation*.

<sup>50</sup> I dati della Tabella 1.7 divergono da quelli della Tabella 1.1 poiché il campione selezionato è diverso

<sup>51</sup> Wade, Charles, O'Reilly & Chandratat hanno dimostrato, tramite una serie di studi, che gli *Outside Directors* spesso soffrivano di una sorta di “timore reverenziale” nei confronti degli *Executive Directors*

## GRAFICO 1.8



Fonte: *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*" (Jensen & Murphy, 2004)

Il Grafico 1.8 mostra la percentuale di CEO remunerata con meccanismi di *equity-based compensation* (si prende in considerazione il database dello S&P 500) nel periodo 1992-2010. La linea blu rappresenta le *unrestricted stock options*, ovvero opzioni esercitabili liberamente, mentre la linea azzurra raffigura le *restricted stock options*, ovvero opzioni esercitabili solamente al verificarsi o meno di una particolare condizione/risultato. Dall'analisi del grafico si nota che il picco nella diffusione di tale strumento si è registrato nei primi anni 2000, quando all'incirca il 90% degli Executive Directors delle prime cinquecento imprese americane poteva beneficiare di tale diritto.

Nel 1991 la modifica della SEC alla *Rule 16(b)*<sup>52</sup> rese possibile la contemporaneità tra esercizio del diritto d'opzione e successiva rivendita dell'azione da parte dei manager. Così facendo, questi riuscivano a sfruttare a proprio vantaggio i movimenti del mercato, realizzando spesso guadagni consistenti in poco tempo.

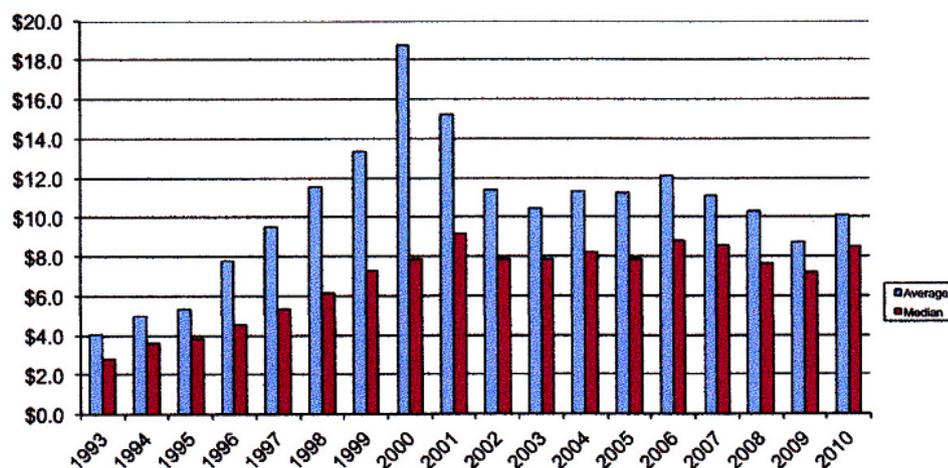
<sup>52</sup> La *Rule 16(b)* introduce la responsabilità diretta nei confronti degli *Inside Directors* nel caso vengano incolpati di insider trading. L'attuale formulazione normativa prevede che qualora un consigliere, o un qualsiasi shareholder che possieda almeno il 10% delle azioni di una quotata, realizzi un determinato profitto su una transazione durante un periodo di osservazione pari a sei mesi, allora colui che ha impropriamente realizzato questo profitto deve restituire la differenza all'azienda danneggiata

Nonostante gli sforzi fatti per diminuire la parte di *CEO pay* fiscalmente deducibile, ulteriori incentivi fiscali incoraggiavano le aziende a usare questo determinato strumento di *compensation*<sup>53</sup>. In seguito, l'abuso da parte dei manager del meccanismo delle stock option fu uno dei motivi i quali portarono al crollo di alcune delle imprese più importanti del sistema statunitense.

L'ascesa della "*Shareholder Value Theory*" rinforzò la pratica del "*downsize & distribute*"<sup>54</sup>: il *payout rate*<sup>55</sup> medio delle imprese rimase sostanzialmente invariato rispetto al periodo precedente, mentre la tendenza al ridimensionamento dell'organico prese piede nonostante un'economia in ripresa<sup>56</sup>. Il compenso medio riservato ai CEO continuava a crescere in maniera smodata, al contrario del salario medio che invece tendeva a calare.

## GRAFICO 1.9

Average & Median Total Pay (estimated)  
of S&P 500 CEOs from 1993 to 2010 (in millions of 2010 \$)



Fonte: ExecuComp

<sup>53</sup> *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them* (Jensen & Murphy, 2004)

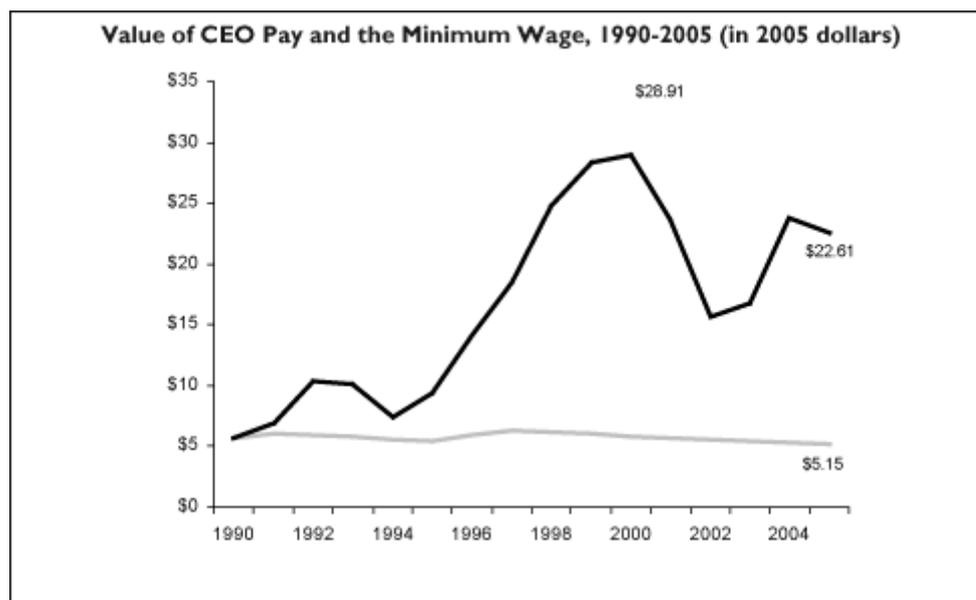
<sup>54</sup> Letteralmente "Ridimensiona e distribuisci"

<sup>55</sup> Il payout rate rappresenta la percentuale di utili distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi

<sup>56</sup> Jackson ha dimostrato nel paper "*Overcoming incentive constraints by linking decisions*" (2005) che le imprese americane osservate avevano provveduto a licenziare un numero di impiegati pari al doppio di quelli licenziati dalle imprese tedesche

Il Grafico 1.9 mostra l'andamento della *CEO pay* negli U.S.A. durante il periodo 1993-2010. La barra blu raffigura il salario medio effettivamente corrisposto agli AD delle imprese facenti parte dello S&P 500, mentre la barra rossa rappresenta il salario atteso ad inizio anno.

### GRAFICO 1.10



Fonte: The Wall Street Journal

Il Grafico 1.10 mostra invece quella che sarebbe dovuta essere l'evoluzione del salario minimo di un impiegato statunitense, se la crescita fosse stata identica a quella del salario minimo dei CEO delle cinquecento aziende ricomprese all'interno dello S&P 500.

In sintesi, gli anni '90 mutarono radicalmente il panorama della Corporate Governance statunitense: l'ondata di hostile takeovers che caratterizzò gli anni '80 apparteneva al passato, i manager avevano ritrovato una centralità precedentemente smarrita (testimoniata dall'introduzione delle *poison pills*, dei *golden parachutes* e dalle nuove forme di *Ceo pay* quali le stock options) e gli U.S.A. avevano riguadagnato quel ruolo centrale che era stato smarrito. Si trattava tuttavia di un quadro non destinato a durare a lungo, poiché nel 2001 lo scandalo Enron sconvolse violentemente il panorama statunitense.

## 1.4 IL CRAC ENRON

Nei primissimi periodi degli anni 2000 ogni tassello del mosaico raffigurante il sistema di Corporate Governance americano sembrava essere al suo posto: gli interessi degli shareholder venivano tutelati dagli investitori istituzionali, i board tendevano sempre più verso una composizione formata in larga parte da Independent Directors, gli executive erano remunerati con incentivi collegati all'equity incentrati sulla performance di lungo periodo e la *disclosure* dell'informazione societaria era certificata dalle società di revisione più importanti al mondo. Il mercato azionario era tornato ai vecchi fasti, cosa che non accadeva da molti anni, e il boom della New Economy sembrava dimostrare in maniera evidente la superiorità di tale modello di Corporate Governance. La crisi e il successivo repentino collasso del gigante Enron rimisero tutto in discussione.

La Enron Corporation (rinominata dopo il fallimento Enron Creditors Recovery Corp.) è stata una delle più grandi multinazionali americane, operante nel campo dell'energia e fallita ufficialmente il 2 Dicembre 2001. Enron aveva un numero di dipendenti che si aggirava intorno alle 20 000 unità e, secondo il bilancio diffuso dalla stessa compagnia, aveva chiuso l'anno solare 2000 con dei ricavi di circa 111 miliardi di dollari. La rivista Fortune elesse la Enron Corporation "*America's most innovative company*" (azienda americana più innovativa) per ben sei anni consecutivi.

Al termine del 2001 si scoprì in realtà che la contabilità di Enron era fondata prevalentemente su un'articolata frode contabile, che vide protagonisti non solo i vertici della compagnia, ma anche la società di revisione Arthur Andersen (dissolta poi in seguito allo scandalo Enron) e alcuni esponenti del Governo americano.

La causa principale del fallimento di Enron fu l'uso massiccio della "contabilità creativa". La coppia Andrew Fastow – Jeffrey Skilling (rispettivamente CFO e CEO & Presidente del Consiglio d'Amministrazione) aveva fatto un uso alquanto discutibile di una serie di società veicolo parallele. La principale di queste società era la Chewco, a capo della quale c'era il braccio destro di Fastow, Michael Kopper. La Chewco a sua volta era controllata dalla Jedi, un'altra "entità" creata da Fastow, che a sua volta era controllata dalla Enron assieme a due altre società,

la Big River e la Little River, anche queste di fatto controllate dalla Enron mediante una serie di legami con alcuni soci di Fastow.

Le società veicolo potevano rappresentare una innovazione finanziaria molto importante, se usata per redistribuire il rischio di impresa sul mercato, ma in realtà si rivelò disastrosa poiché i manager di queste società erano gli stessi della società cedente: vennero quindi occultati debiti ingenti (ammontanti, nel periodo 1997-2001, a ben 628 milioni di dollari con le sole società veicolo Jedi e Chewco) e gonfiati i ricavi in maniera altrettanto notevole (sempre nello stesso periodo, vennero contabilizzati 405 milioni di dollari di ricavi mai conseguiti in realtà). Inoltre, fra i soci delle *"purpose vehicles"* si registrava la presenza di alcune banche d'investimento, i cui analisti dovevano vigilare sulla società (anche se nell'Ottobre 2001, su 17 banche di investimento, 16 suggerivano di comprare il titolo Enron). Per concludere il quadro, la Arthur Andersen, società addetta alla revisione contabile poi praticamente fallita per il crollo reputazionale dovuto allo scandalo Enron, era una cosiddetta *"blue sky"*, ossia traeva la maggior parte dei suoi guadagni da servizi di consulenza (27 milioni di dollari annui, contro i 25 derivanti dalla revisione legale dei conti).

Soffermandoci sulla questione delle società veicolo, per evitare di essere scoperti i manager di Enron diffondevano all'esterno meno informazioni possibili riguardanti queste entità. Uno dei fattori chiave fu il livello quasi nullo di *disclosure* al mercato sui documenti contabili delle società create, cosa che permetteva di nascondere debiti immensi. Il fulcro di questa strategia risiedeva in un concetto che si potrebbe definire "perimetro di consolidamento": la società di Houston svolgeva tutti i propri affari attraverso queste società veicolo senza doverle consolidare in bilancio, a patto che riuscisse a trovare, per ognuna di queste, un socio disposto ad entrare con almeno il 3% del capitale sociale, così come statuiva la Legge Federale statunitense (le cosiddette *"off-balance activities"*, cioè attività fuori dal bilancio). Questa era la condizione necessaria affinché tali entità risultassero fuori dal parametro di consolidamento della Enron, facendo venir meno l'obbligo di iscriverle al bilancio. In questo modo veniva creata una vera e propria finanza parallela, gestita dal duo Skilling-Fastow, che permetteva ogni anno alla Enron di presentarsi al pubblico con bilanci puliti ed utili a livelli record, quando *de facto* la

situazione risultante dall'*income statement* divergeva significativamente dalla situazione reale.

Questa carenza di *disclosure* sui bilanci delle società veicolo (costituite proprio per tenere lontani "occhi indiscreti") faceva sì che gli investitori non erano al corrente del fatto che le società veicolo in realtà stavano usando le azioni e le garanzie finanziarie della stessa Enron a copertura dei rischi che si assumevano.

Il crollo di Enron mise in evidenza come i vari elementi del sistema di Corporate Governance americana non funzionavano in maniera complementare: i limiti e le debolezze di ogni elemento sembravano poter destabilizzare l'intero meccanismo. Gli shareholder valutarono erroneamente la rischiosità dell'investimento in Enron, mentre il board di Enron non riuscì a garantire la qualità e l'effettiva disclosure di informazioni finanziarie, nonostante fosse composto per 6/7 da Independent Directors (anche se tali consiglieri erano formalmente e non sostanzialmente indipendenti). I membri del board erano inoltre altamente qualificati e con un solido background alle loro spalle, ed erano incentivati da un sistema equity-based fondato essenzialmente sul meccanismo delle stock options. Gli executive erano incentivati a adottare una politica di investimento altamente rischiosa orientata all'*earnings management*<sup>57</sup>, che poi si è in realtà rivelata una frode contabile poiché i ricavi iscritti a bilancio non erano mai stati conseguiti realmente. La società di revisione incaricata di controllare i bilanci di Enron si scoprì collusa con i vertici della compagnia, fallendo il suo ruolo di "interfaccia" tra management e investitori. L'uso del criterio *Mark-to-Market* (MTM)<sup>58</sup> consentì la computazione di valori presunti in bilancio, che non avevano generato ancora alcun valore reale, trasformando Enron in una società con bilanci "virtuali". Questo permise ai vertici

---

<sup>57</sup> *L'earnings management* è una strategia di manipolazione dei ricavi effettuata dal management per far sì che determinati target vengano raggiunti. Questa pratica viene portata avanti per effettuare il cosiddetto "*income smoothing*": piuttosto che avere ad esempio un paio d'anni nei quali vengono conseguiti buoni risultati, e poi un altro paio d'anni nei quali vengono conseguiti risultati negativi, il management tende a mantenere i valori tendenzialmente stabili tramite l'aumento o il decremento delle riserve.

<sup>58</sup> *Mark-to-market* è l'espressione utilizzata per qualificare il metodo di valutazione in base al quale il valore di uno strumento viene sistematicamente aggiustato in funzione dei prezzi correnti di mercato. Vuol dire anche "valutare secondo il mercato". Il bilancio di Enron si basava proprio sul criterio *Mark-to-Market*, il quale consentiva di computare anticipatamente in bilancio il valore futuro presunto degli affari che erano stati conclusi, ma che ancora non avevano generato alcun valore reale. Sostanzialmente, Enron si trasformò in una società con bilanci "virtuali".

di Enron di registrare una crescita dei ricavi fenomenale, che fece crescere smodatamente il prezzo delle azioni, arrivato a toccare i 90 dollari nel Settembre 2000. Infine, il mercato per il controllo societario non riuscì a garantire alcun tipo di vigilanza sull'andamento del prezzo azionario. I manager furono costretti a dover trovare un *escamotage* per poter rispettare le previsioni legate all'andamento del titolo e, in linea con la *agency theory*, la soluzione individuata dai vertici di Enron fu quella di perseguire un'ottica orientata al breve termine in modo tale da gonfiare il prezzo delle azioni. Gli executive di Enron capirono le difficoltà necessarie a mantenere il prezzo a tali livelli, e sapendo che il mercato avrebbe reagito negativamente a un calo del prezzo azionario, iniziarono a intraprendere azioni che avrebbero dato l'illusione del raggiungimento delle previsioni degli analisti finanziari. Gli executive usarono l'equity (altamente sopravvalutato) per poter completare le acquisizioni necessarie a soddisfare le aspettative. Vennero inoltre intraprese alcune operazioni altamente rischiose, le quali dovevano far registrare ingenti utili nell'immediato, mentre i costi venivano fatti slittare agli esercizi successivi. Questa strategia generò una insostenibile situazione finanziaria che culminò nella distruzione del *core value* dell'azienda e nel successivo, inevitabile, fallimento<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*" (Jensen & Murphy, 2004)

## 1.5 LA CRISI DEI SUBPRIME E LE INEFFICIENZE DELLA CORPORATE GOVERNANCE

La Crisi dei *Subprime*<sup>60</sup> è iniziata approssimativamente durante la seconda metà del 2006, quando la bolla immobiliare statunitense incominciò a sgonfiarsi, per poi esplodere del tutto nel Settembre 2008 con la dichiarazione di bancarotta della Banca d'affari Lehman Brothers. Il 22 Settembre 2008 (una settimana dopo la richiesta di Lehman Brothers di adesione al *Chapter 11 del Bankruptcy Code*<sup>61</sup>) Goldman Sachs e Morgan Stanley, le ultime grandi indipendenti banche d'investimento rimaste a Wall Street, vennero declassate a semplici "*bank holding companies*", rendendo la loro attività simile a quello di una banca commerciale: la crisi dei *subprime* era iniziata.

Gli effetti della crisi del 2008 sulla Corporate Governance americana sono stati ampiamente dibattuti. E' apparso evidente come i sistemi di Corporate Governance non siano stati in grado di salvaguardare gli shareholder dai rischi eccessivi assunti dalle imprese americane. In particolare, l'attenzione si è concentrata sull'inadeguatezza dei sistemi di *Risk Management*. Questi hanno fallito nel loro compito di informare il board, e a volte anche il top management, dei rischi e dell'esposizione che veniva assunta (in particolare i meccanismi di *Stress Testing* delle banche d'investimento vennero giudicati inadeguati)<sup>62</sup>. E' innegabile come ci siano state evidenti responsabilità dei board: vi è un ampio numero di casi nei quali i board hanno approvato determinate strategie senza però

---

<sup>60</sup> Un mutuo *subprime* viene concesso a un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse di mercato. Un prestito *subprime* è dunque un prestito rischioso sia per il creditore che per il debitore, considerati l'alto tasso di interesse e la situazione finanziaria poco chiara di coloro che hanno accesso a tale finanziamento.

<sup>61</sup> Il *Chapter 11* è un capitolo della Legge Fallimentare statunitense che permette alle imprese che ne richiedono la disciplina una ristrutturazione in seguito a un grave dissesto finanziario. Questa legge federale statuisce che l'imprenditore che ne fa richiesta rimane in possesso dei suoi beni, essendo però soggetto al controllo e alla giurisdizione della corte. Va rimarcato che il *Chapter 11* è una procedura di riorganizzazione, e non di liquidazione: il suo scopo è di risanare l'impresa tramite un programma di riorganizzazione che ha il fine di far uscire l'impresa dalla situazione in cui versa, facendole riprendere la normale attività.

<sup>62</sup> Si pensi al caso della UBS: i *risk managers* della banca d'investimento vennero a conoscenza del rischio di ingenti perdite legate ai *subprime* nel primo trimestre del 2007, mentre il senior management venne messo al corrente di tale informazione solo a fine Luglio 2007, ovvero con un colpevole ritardo di sei mesi.

implementare un adeguato sistema di misurazione e di monitoraggio, cosa che ha reso quasi impossibile qualsiasi tipo di controllo sull'operato delle imprese.

Un altro fattore critico fu il livello di *disclosure* di informazione societaria: questa è stata giudicata inadeguata e, a volte, del tutto mancante, nonostante sia uno dei punti centrali degli *OECD Principles of Corporate Governance*: la qualità e la tempestività dell'informazione societaria deve essere sempre garantita e puntualmente diffusa agli shareholder come principio cardine di sana Corporate Governance.

Infine, i sistemi di remunerazione sono stati in una buona percentuale dei casi giudicati inadeguati e incoerenti con la strategia e il *risk appetite*<sup>63</sup> dell'impresa, poiché la funzione di incentivo al miglioramento delle prestazioni di medio-lungo periodo era spesso mancante, generando quindi dei problemi di *agency theory*: i manager erano infatti attratti dalla possibilità di conseguire ingenti guadagni tramite l'attuazione di strategie incentrate al breve periodo. Il meccanismo delle stock options venne abusato e utilizzato per attuare fini non compatibili con quelli per i quali vennero pensate, generando effetti deleteri per la situazione a lungo termine delle compagnie americane.

Il dibattito sui sistemi di remunerazione negli Stati Uniti si è concentrato quasi esclusivamente sulla *CEO compensation*: è stato fatto notare che la remunerazione dei CEO statunitensi non ha seguito l'andamento delle imprese delle quali facevano parte, crescendo a dismisura anche quando queste conseguivano risultati negativi. Uno studio ha dimostrato che la media della *CEO pay* delle imprese facenti parte lo S&P 500 era di 8.4 milioni a fine 2007, in lieve aumento rispetto al 2006: questo dato è in netto contrasto con l'andamento del mercato azionario americano che subì un calo tra il 2006 e il 2007 per via dei primi effetti della crisi dei *subprime*<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> Il *risk appetite* è la propensione al rischio dell'impresa: determina il possibile impatto negativo che l'impresa è disposta a sopportare in via residuale, una volta predisposti dei meccanismi tesi a controllare e prevenire i singoli rischi rilevanti.

<sup>64</sup> I dati ed alcune assunzioni sono state tratte da "The Corporate Governance lessons from the Financial Crisis", OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2009/1 (Kirkpatrick, 2009).

## 2. AGENCY THEORY: IL PROBLEMA DEL CONTROLLO

Il tema dell'agency theory è stato dibattuto ampiamente in letteratura. La teoria venne presentata per la prima volta da Jensen e Meckling, anche se i primi studi in materia risalgono al 1932 con il libro di Berle e Means *"The modern corporation and private property"*

All'interno di questo capitolo si discuterà dei due tipi di agency theory: il Type I, risultante dalla contrattazione incompleta tra shareholder e manager, e il Type II, legato ai conflitti tra large shareholders e manager o tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

Per quanto riguarda il primo, si analizzeranno le principali fonti dal quale scaturisce questo conflitto d'agenzia: la letteratura individua nell'azzardo morale, la ritenzione degli utili, l'orizzonte temporale e l'avversione al rischio dei manager le radici dal quale sorge il problema di agenzia nelle società ad azionariato disperso.

Si esporrà successivamente la teoria di Clifford Holderness, che con il suo trattato *"The myth of diffuse ownership in the United States"* del 2009 smentisce gran parte della letteratura sugli assetti proprietari statunitensi. Gli U.S.A. erano stati considerati fino ad allora (e lo sono tuttora) un paese con forte prevalenza di imprese ad azionariato diffuso. Holderness tuttavia dimostra che l'assetto proprietario della quasi totalità delle imprese americane risulta essere concentrato, poiché nel 96% dei casi si registra la presenza di un *blockholder*. Considerati questi risultati, l'*agency dilemma* predominante diventa il *Type II*: viene così dimostrato che l'assetto proprietario delle imprese statunitensi non differisce in maniera significativa da quello delle imprese del resto del mondo.

Infine, verranno proposti gli studi di La Porta sull'*investor protection*, con un focus sul fenomeno del *tunnelling*. Si metteranno a confronto paesi facenti parte del *Civil Law* con quelli facenti parti del *Common Law*, e si dimostrerà, tramite l'analisi di alcuni parametri, l'esistenza di un maggior livello di *investor protection* in quest'ultimi, analizzandone inoltre gli effetti sui mercati finanziari e sulla struttura degli assetti proprietari.

## 2.1 AGENCY THEORY TYPE I: I COSTI D'AGENZIA NELLE SOCIETA' AD AZIONARIATO DIFFUSO

La *Agency Theory*, nota anche come “*principal-agent problem*” o “*agency dilemma*”, è stata proposta per la prima volta nel 1976 da Michael Jensen e William H. Meckling<sup>65</sup> con la pubblicazione del paper “*Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*” all'interno del *Journal of Financial Economics*.

I problemi di agenzia occorrono quando una persona (o entità) definita “agente” è nella posizione di poter prendere decisioni per conto di un altro soggetto, il “principale”. Il problema si verifica quando l'agente è indotto ad agire in una certa maniera poiché guidato da un suo interesse personale, piuttosto che dall'utilità del principale. L'*agency dilemma* sorge nel momento in cui si verifica un problema di asimmetria informativa<sup>66</sup>, ovvero quando le due parti sono in possesso di informazioni diverse: l'agente avrà infatti delle informazioni privilegiate non nella disponibilità del principale, per cui potrà sfruttare questo vantaggio a suo favore. Generalmente, in questi casi si verificano situazioni di azzardo morale e conflitti di interesse. Il principale, per timore di essere raggirato dall'agente, potrebbe decidere di non accettare la transazione, nonostante l'accordo avrebbe portato benefici a entrambe le parti: si verifica in questo caso un fallimento del mercato.

L'esempio di *agency theory* più ricorrente nella letteratura è quello *tra corporate manager* (l'agente) e lo *shareholder* (il principale). Lo *shareholder* vorrebbe che l'azienda fosse gestita nei suoi interessi, avendo come obiettivo la crescita di medio-lungo periodo e la creazione di valore. Il *manager* (o meglio, il *CEO*) potrebbe voler perseguire finalità diverse rispetto allo *shareholder* e, mosso dal desiderio di raggiungimento di obiettivi di breve periodo<sup>67</sup>, potrebbe gestire l'azienda nei suoi interessi.

---

<sup>65</sup> La paternità della *agency theory* è in realtà dubbia: Barry M. Mitnick e Stephen Ross ne rivendicano la proprietà, ma il documento più citato nella letteratura è quello di Jensen & Meckling.

<sup>66</sup> Esempi di asimmetria informativa sono l'azzardo morale e la selezione avversa.

<sup>67</sup> Questo potrebbe accadere se ad esempio se una buona parte della retribuzione dei manager venisse corrisposta tramite *stock options*: i manager sarebbero incentivati a far salire il prezzo delle azioni tramite una strategia orientata al breve periodo, per poi poter rivendere le azioni sul mercato e lucrare la differenza tra costo di esercizio dell'opzione e prezzo di vendita.

La presenza di asimmetria informativa tra le due parti rende inoltre difficile qualsiasi forma di controllo, poiché i costi sarebbero talmente alti da far venir meno la convenienza. Esistono degli strumenti tesi a allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti: stiamo parlando dei salari di efficienza<sup>68</sup>, il *profit sharing*<sup>69</sup> e le stock option anche se, come visto nel capitolo precedente, l'abuso di questa forma di *compensation* rischia di generare ulteriori problemi di *agency theory*.

Jensen e Meckling definiscono “*Type I Agency Costs*” i costi risultanti dalla contrattazione incomplete tra manager e shareholder. I problemi di agenzia sorgono nel momento in cui c'è separazione tra *decision-making* (effettuato dai manager) e sopportazione del rischio residuale, il quale grava sugli azionisti. Come detto in precedenza, i problemi di agenzia non possono essere risolti senza incorrere in ingenti costi poiché la redazione di contratti completi tra manager e shareholder non è possibile: per via di questa impossibilità, gli shareholder sono costretti ad attribuire i loro diritti di controllo residuali ai manager<sup>70</sup>.

I *Type I Agency Costs* possono essere definiti come la perdita di valore per gli shareholder derivante dal costo sostenuto per minimizzare le divergenze tra principale e agente. Secondo Jensen e Meckling, i costi di agenzia sono costituiti dalla somma tra:

- *Monitoring Costs*
- *Bonding Costs*
- *Residual Loss*

I *monitoring costs* (o costi per il monitoraggio) sono dei costi sostenuti dal principale per osservare e valutare l'operato dell'agente. Le azioni dei manager sono osservate e giudicate in base a determinati parametri che consentono di comprendere se gli obiettivi prefissati sono stati raggiunti o meno.

Questi costi possono includere degli audit, dei contratti dettagliati circa la remunerazione da corrispondere ai top manager, dei piani di incentivazione

---

<sup>68</sup> Il salario di efficienza consiste nell'offrire all'agente una remunerazione maggiore di quella di mercato, in modo tale da aumentarne l'efficienza e di scoraggiarne i comportamenti opportunistici.

<sup>69</sup> Il *profit sharing* consiste nella corresponsione all'agente di alcune forme di retribuzione (diretta o indiretta) in aggiunta alla parte fissa di salario e collegate alla profittabilità dell'impresa.

<sup>70</sup> “*A survey of Corporate Governance*” (Shleifer & Vishny, 1997)

azionaria e via dicendo. Un esempio calzante di un *monitoring cost* è rappresentato dalla predisposizione di un Consiglio d'Amministrazione: questo ha infatti il compito di monitorare e valutare l'operato dei manager al fine di tutelare i diritti degli shareholder. Il costo sostenuto per avere un *board of directors* che svolge questo compito è un *monitoring cost* che graverà sugli azionisti. Un altro esempio è rappresentato dalle spese sostenute per la redazione e la diffusione dei rendiconti finanziari.

Nonostante questi costi vengano sopportati direttamente dagli shareholder, Fama e Jensen propongono una versione alternativa: i costi per il monitoraggio sarebbero in realtà sostenuti dagli stessi agenti, poiché la *compensation* di quest'ultimi verrà ridotta per poter far fronte a queste spese<sup>71</sup>.

I *bonding costs* sono costi sostenuti dall'agente. Quest'ultimo potrebbe aderire a delle obbligazioni contrattuali che ne limitano la libertà di movimento: per esempio, un manager potrebbe accettare di proseguire il suo rapporto con la stessa azienda anche in caso di passaggio di proprietà. Il manager in questo caso potrebbe dover rinunciare ad altre ipotetiche offerte lavorative, il che andrebbe considerato un *bonding cost*. Questi, che potrebbero anche non essere di natura finanziaria, sono quindi dei costi sostenuti dall'agente per aderire a determinate strutture venutesi a costituire perché, come detto in precedenza, i *monitoring costs* sono in ultima battuta sostenuti dai manager stessi<sup>72</sup>. Un esempio di *bonding cost* potrebbe essere l'impegno necessario a fornire agli shareholder un'informazione societaria tempestiva e affidabile.

La soluzione ai problemi di agenzia di tipo I è individuabile, da un punto di vista prettamente teorico, nella contrattazione completa tra agente e principale: se questi potessero far firmare ai manager dei contratti completi, i problemi di agenzia non esisterebbero poiché gli agenti agirebbero sempre nelle migliori intenzioni degli shareholder. Tuttavia, la redazione di contratti completi è impossibile e, anche se questa strada fosse effettivamente praticabile, la predisposizione di questo tipo di accordi richiederebbe costi insostenibili. Inoltre, un contratto perfetto renderebbe inutile la presenza dei manager, poiché

---

<sup>71</sup> "Separation of ownership and control" (Fama & Jensen, 1983)

<sup>72</sup> "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure" (Jensen & Meckling, 1976)

implicitamente si supporrebbe che i principali sarebbero al corrente di quale siano le decisioni ottimali. Se questo fosse vero, gli shareholder sarebbero meno inclini ad assumere manager altamente qualificati, poiché le capacità di *decision-making* di quest'ultimi sarebbero comunque inferiori a quelle dei principali. In pratica, i *bonding costs* fanno sì che i manager si comportino in maniera da esaudire parte delle richieste degli shareholder, senza dover ricorrere a contratti laboriosi e costosi<sup>73</sup>.

Il dibattito circa l'efficacia dei *monitoring costs* e dei *bonding costs* ha dato luogo a diverse pubblicazioni<sup>74</sup>: Bebchuk e Fried li hanno definiti inefficaci<sup>75</sup> e controproducenti, mentre Conyon ha definito "inappropriate" le conclusioni dei due colleghi<sup>76</sup>. Il monitoraggio è divenuto indubbiamente intenso a causa della maggior presenza di *Independent Directors* nel board e dei comitati di audit, oltre alla maggiore attenzione richiesta dopo gli scandali Enron e WorldCom. Questo ha portato a una minore sicurezza dei manager nel mantenimento del loro posto di lavoro, poiché, da un punto di vista teorico, maggiore monitoraggio vuol dire maggiori probabilità di essere sollevati dall'incarico. Per questo motivo, i manager sono portati a richiedere un salario più alto per sopportare l'incremento di rischio di licenziamento. Su questa assunzione si basa la teoria di Bebchuk e Fried: l'incremento nel monitoraggio aumenta il *CEO turnover*, e quest'ultimi sono portati a richiedere un salario maggiore che li compensi del rischio aggiuntivo che sono costretti a correre. Un CEO che ipoteticamente subentra a un altro cercherebbe di proteggersi dal rischio aggiuntivo generato dall'incremento del monitoraggio, chiedendo così un salario base più alto, degli incentivi sulla performance e dei paracadute d'oro, nel caso il suo contratto venisse terminato anzitempo per via di un passaggio di proprietà dell'azienda. Hoskisson, Castleton e Withers hanno definito "*cycle of corporate governance*" il seguente meccanismo, generato da un aumento dei *monitoring costs*: l'incremento del monitoraggio ha portato a una *CEO compensation* eccessiva, la quale ha richiesto una maggiore rigidità dei sistemi di Corporate Governance. Questo ha però portato a un ulteriore

---

<sup>73</sup> "Twenty-five years of Corporate Governance research...and counting" (Denis, 2001)

<sup>74</sup> "Are U.S. CEO's overpaid?" (Kaplan, 2008) e "What is the theory for CEO compensation? Making sense of recent empirical-based conclusions about CEO pay" (Yao & Magnan, 2009)

<sup>75</sup> "Pay without performance: overview of the issues" (Bebchuk & Fried, 2006)

<sup>76</sup> "The small world of corporate boards" (Conyon, 2006)

incremento della remunerazione dei manager, poiché maggiore è il rischio assunto, maggiore è la retribuzione richiesta<sup>77</sup>.

In letteratura è stata inoltre ampiamente dibattuta l'ipotesi dell'esistenza di un effetto sostituzione tra *monitoring costs* e *bonding costs*: Rediker e Seth hanno dimostrato che una tale relazione tra monitoraggio (misurata per esempio dal numero di *Independent Directors*) ed *executive compensation* (incentivi a lungo termine o stock options) esiste realmente<sup>78</sup>. Tuttavia, queste argomentazioni suggeriscono che tale bilanciamento si ha nello stesso periodo temporale (ipotizziamo in  $T^0$ ), mentre in realtà questo avviene solamente nel periodo successivo, ovvero in  $T^1$ . Un incremento nel livello di monitoraggio risulta in un aumento dei livelli di *compensation* nel periodo immediatamente successivo piuttosto che in quello attuale: è perciò errato affermare che esiste un effetto sostituzione, poiché *monitoring costs* e *bonding costs* sono a tutti gli effetti complementari<sup>79</sup>.

Il *residual loss* è la perdita netta risultante dalla divergenza degli interessi tra principale e agente. Questa perdita si verificherà nonostante siano stati sostenuti dei *monitoring costs* e dei *bonding costs*: non essendo possibile la redazione di contratti perfetti, una perdita residuale dovrà per forza esistere. Il risultato è quindi un livello ottimale di contrattazione, con un dato livello di perdita residuale. Questa può essere vista come un necessario *trade-off* tra la costrizione eccessiva del potere discrezionale dei manager e la concessione di una certa libertà di movimento, necessaria alla corretta gestione dell'impresa.

---

<sup>77</sup> "Complementarity in monitoring and bonding: more intense monitoring leads to higher executive compensation" (Hoskisson & Castleton & Withers, 2009)

<sup>78</sup> "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms" (Rediker & Seth, 2006)

<sup>79</sup> "Complementarity in monitoring and bonding: more intense monitoring leads to higher executive compensation" (Hoskisson & Castleton & Withers, 2009)

## 2.2 LE FONTI DEI CONFLITTI D'AGENZIA

I problemi di agenzia sorgono dai conflitti di interesse esistenti tra principale e agente e dall'impossibilità di procedere alla contrattazione completa. La letteratura ha individuato quattro aree chiave per quanto riguarda le fonti degli *agency problems*:

- Azzardo morale
- Ritenzione degli utili
- Orizzonte temporale
- Avversione al rischio

L'azzardo morale (o *moral hazard*) è stato individuato come possibile fonte dei conflitti di agenzia da Jensen e Meckling nel loro già citato *paper* del 1976. Per spiegare meglio il concetto, i due autori hanno sviluppato un modello nel quale l'incentivo dei manager a perseguire obiettivi personali (come i benefit o i bonus cash) piuttosto che progetti con il VAN<sup>80</sup> più alto aumenta al diminuire del possesso di quote azionarie dei manager stessi. Ovviamente, queste conclusioni sono adatte ad aziende la cui proprietà risulta frammentata tra più soggetti, e nelle quali i manager non possiedono una quota di capitale significativa.

I problemi di azzardo morale tendono ad aumentare al crescere delle dimensioni della compagnia<sup>81</sup>. Le grandi aziende attirano indubbiamente maggiori attenzioni da parte degli analisti, delle istituzioni e dell'opinione pubblica, ma allo stesso modo la loro dimensione ne aumenta la complessità strutturale in maniera esponenziale, rendendo quasi impossibile un controllo efficace e incisivo sull'operato dei manager.

Un altro caso di *moral hazard* è rappresentato dalla possibilità che gli executive non si impegnino al massimo delle loro possibilità. Le difficoltà implicite e gli ingenti costi da sostenere per garantire un controllo adeguato potrebbero spingere i manager a "risparmiare le forze": quest'ultimi infatti, consapevoli di non essere controllati rigidamente, potrebbero accontentarsi del risultato minimo, quando

---

<sup>80</sup> Il VAN (*NPV* in inglese), o Valore Attuale Netto, è una metodologia tramite la quale si definisce il valore attuale di una serie attesa di flussi di cassa, attualizzati al tasso di rendimento.

<sup>81</sup> "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems" (Jensen, 1993)

invece avrebbero potuto raggiungere obiettivi maggiori se si fossero impegnati al massimo delle loro capacità<sup>82</sup>.

La teoria del *moral hazard* come fonte primaria dei conflitti d'agenzia è stata tuttavia definita di rilevanza secondaria da diversi autori<sup>83</sup>: Denis e Brennan individuano l'origine dell'*agency dilemma* nelle mire espansionistiche dei manager e nella politica di distribuzione dei dividendi.

I manager spesso preferiscono ritenere gli utili piuttosto che distribuirli sotto forma di dividendi, poiché un alto tasso di ritenzione degli utili facilita la crescita dimensionale dell'impresa, il che significa prestigio e potere nelle mani degli executive. Un alto livello di *earnings retention* fa sì che i manager possano cogliere con più facilità tutte le opportunità di investimento aventi un VAN positivo. Tuttavia, gli shareholder vorrebbero veder distribuiti questi utili sotto forma di dividendi, in modo tale da avere un ritorno sul loro investimento. Come detto però, alla distribuzione i manager sono soliti preferire una politica di ritenzione, al fine di aumentare le dimensioni dell'impresa e di accrescere il loro potere, prestigio, compenso e la loro influenza sugli altri componenti del *board*<sup>84</sup>.

Morck, Shleifer e Vishny concentrano la loro attenzione sul prezzo pagato dai manager in seguito ad una acquisizione. Nel *paper* del 1990 "*Do managerial objectives drive bad acquisitions?*" pubblicato nel *Journal of Financial Economics*, viene dimostrato come gli executive, guidati dalle loro mire espansionistiche e dal loro desiderio di potere, tendano a pagare un prezzo eccessivamente alto pur di completare l'acquisizione. Questi *takeover* strapagati riducono il benessere degli shareholder, come testimoniato dall'andamento decrescente del prezzo delle azioni dell'acquirente nel giorno dell'annuncio del passaggio di proprietà. Queste operazioni generano benefici per i manager, mentre la stessa cosa non si può dire per lo *shareholder value*.

Numerosi studi hanno dimostrato che una strategia incentrata *sull'earnings retention* è dannosa per gli shareholder<sup>85</sup>. Una tale politica riduce sensibilmente la

---

<sup>82</sup> "Shareholder wealth effects when an officer of one corporation joins the board of directors of another corporation" (Rosenstein & Wyatt, 2006)

<sup>83</sup> "Twenty-five years of Corporate Governance research...and counting" (Denis, 2001) e "Corporate Finance over the past 25 years" (Brennan, 1995)

<sup>84</sup> "The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers" (Jensen, 1986)

<sup>85</sup> "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance" (Lang & Stulz, 1994)

necessità di finanziamenti esterni: tuttavia, nonostante l'ottenimento di un finanziamento richieda il sostenimento di un costo, identificato nel tasso di interesse da corrispondere al prestatore, il mercato esterno, nel momento in cui vaglia un'ipotesi di finanziamento tramite capitale di debito, svolge in maniera indiretta una sorta di monitoraggio nei confronti delle scelte di investimento dei manager. Una politica aggressiva di *earnings retention* fa venire meno questa funzione di arbitro che il mercato avrebbe altrimenti esercitato, poiché i manager non devono passare tramite soggetti esterni per finanziare il progetto.

I conflitti di interesse tra principale e agente possono sorgere anche per quanto riguarda l'orizzonte temporale di interesse dei *cash flow*. Gli shareholder sono infatti interessati a tutti i flussi di cassa futuri dell'azienda, poiché l'andamento di questi si riflette sul prezzo delle azioni. Il management è invece interessato solamente ai *cash flow* riguardanti il proprio periodo di impiego presso la compagnia. In virtù di questa considerazione, i manager preferiranno investire in progetti fortemente orientati al breve periodo, piuttosto che scegliere quelli che avrebbero garantito benefici maggiori nel medio-lungo periodo.

Questo problema viene amplificato quando gli *executive* si trovano o in prossimità della data di pensionamento, o in ipotesi di imminenti dimissioni. Dechow e Sloan si sono concentrati sulle spese effettuate in Ricerca & Sviluppo nel periodo antecedente al pensionamento. Per lo studio empirico sono state considerate solamente le imprese americane che investono in maniera significativa nell'innovazione tecnologica. I risultati trovati confermano quanto sostenuto nelle ipotesi: le spese di R&S riducono la *compensation* del management collegata alla performance di breve periodo. Queste conclusioni sono giustificate dal fatto che un manager prossimo alla pensione non potrà beneficiare dei risultati di lungo periodo dovuti a un incremento delle spese di R&S<sup>86</sup>.

L'ultima fonte dei problemi di agenzia è costituita dall'avversione al rischio dei manager. Quest'ultimi legano gran parte della loro ricchezza all'andamento dell'azienda nella quale sono impiegati: il tenore di vita del manager in questo caso dipenderà quindi dall'andamento dell'impresa<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> "Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation" (Dechow & Sloan, 1991)

<sup>87</sup> "Agency problems and the theory of the firm" (Fama, 1980)

A differenza dei manager, gli shareholder perseguono politiche di differenziazione: questi sono soliti infatti diversificare il loro portafoglio per ridurre il rischio del loro investimento. Gli shareholder sono quindi esposti solamente al rischio sistematico, mentre i manager sono esposti anche a quello *firm specific* (rischio specifico)<sup>88</sup>. Essendo la ricchezza degli *executive* fortemente legata all'impresa, essi cercheranno di effettuare scelte di investimento e di finanziamento che minimizzano il rischio della compagnia<sup>89</sup>.

L'avversione al rischio dei manager è amplificata quando la loro retribuzione è composta in larga parte da una componente fissa, o quando sul mercato vi è carenza di domanda di quella particolare abilità specifica. Inoltre, l'avversione al rischio è maggiore quando l'intraprendimento di determinate decisioni aumenta le possibilità di bancarotta. Qualora si verificasse questo evento i manager, oltre a perdere il loro lavoro e gran parte della loro ricchezza, vedrebbero ridursi notevolmente le loro possibilità di essere assunti come CEO di un'altra compagnia a causa del calo reputazionale che ne deriverebbe.

Uno studio del 2012 del *The Wall Street Journal* dimostra tuttavia come alcune aziende americane (in questo caso viene presa in esame la Lear Corp., azienda leader nella produzione di sedili per le macchine facente parte della S&P 500) abbiano continuato a pagare ingenti bonus ai CEO anche a ridosso del procedimento per bancarotta. La Lear Corp. ha erogato nel 2011 complessivamente 20.6 milioni di dollari di bonus ai propri *executive*: di questi, ben 5.4 milioni sono stati pagati al CEO Robert Rossiter. Ma l'azienda di Detroit non è stata l'unica ad aver perseguito una tale politica: sempre secondo il *The Wall Street Journal*, ben 21 delle 100 compagnie più grandi ad aver affrontato un processo per bancarotta hanno continuato a pagare profumatamente i loro CEO. Questa ricerca smentisce parzialmente l'assunzione di Eugene Fama, poiché nel

---

<sup>88</sup> Il rischio sistematico (o rischio di mercato) dipende da fattori che influiscono sull'andamento generale del mercato e che non può essere quindi eliminato o ridotto tramite la diversificazione del portafoglio.

Il rischio *firm specific* (o rischio specifico) dipende invece esclusivamente da fattori legati alla società. Questo rischio è eliminabile tramite la diversificazione del portafoglio.

<sup>89</sup> "The agency costs of free cash flow" (Jensen, 1986)

21% dei casi la ricchezza dei *top executive* non è stata intaccata in maniera significativa dall'andamento dell'impresa<sup>90</sup>.

L'avversione al rischio dei manager influirà anche sulla politica di finanziamento dell'impresa. Un elevato livello di debito porta a una riduzione dei conflitti d'agenzia<sup>91</sup>, e allo stesso tempo comporta la possibilità di beneficiare di uno scudo fiscale<sup>92</sup>. I manager invece preferiscono il finanziamento tramite *equity* poiché il ricorso al debito aumenta la dipendenza da soggetti esterni e il rischio di default dell'impresa stessa<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> “*The CEO bankruptcy bonus: firms sidestep rule limiting rewards for executives*” The Wall Street Journal (Spector & McGinty, 2012)

<sup>91</sup> Vedi pagina 40

<sup>92</sup> “*The agency costs of free cash flow*” (Jensen, 1986) e “*The capital structure puzzle*” Journal of Financial Economics (Myers, 1984)

<sup>93</sup> “*Corporate Finance over the past 25 years*” (Brennan, 1995)

## 2.3 AGENCY THEORY TYPE II: LA TEORIA DI HOLDERNESS

Fino ad ora l'analisi si è concentrata esclusivamente *sull'Agency Theory Type I*, ovvero quella risultante dalla contrattazione incompleta tra manager e shareholder. Questo tipo di *agency dilemma* si verifica nelle compagnie ad azionariato diffuso, poiché gli azionisti non riescono a controllare adeguatamente l'operato degli *executive* per via degli elevati costi necessari al monitoraggio.

Il modello capitalistico statunitense è definito "*market oriented*" (o "*outsider system*") per via della forte enfasi che viene posta sul ruolo del mercato dei capitali come strumento in grado di disciplinare il management in un'ottica di sviluppo del concetto di *shareholder value*. Questo tipo di sistema è fondato sulla presenza di grandi imprese, nelle quali l'assetto istituzionale tipico è rappresentato dalle società ad azionariato diffuso. Queste compagnie sono caratterizzate dall'elevata frammentazione del capitale di rischio tra numerosi piccoli risparmiatori e dalla separazione tra la proprietà e il controllo (affidato a manager professionisti). Tale scissione crea il problema dell'indebolimento dell'incentivo degli azionisti ad esercitare un controllo pervasivo sull'operato dei manager, poiché chi decidesse di svolgere tale monitoraggio ne dovrebbe sopportare interamente i costi, mentre i benefici sarebbero limitati alla porzione di capitale in suo possesso. Per tale motivo, la letteratura individua nel *Type I Agency Problem* il conflitto d'agenzia prevalente negli U.S.A.

Clifford G. Holderness nel suo trattato del 2009 "*The myth of diffuse ownership in the United States*" smentisce la teoria secondo la quale l'assetto istituzionale tipico delle imprese americane sia quello della società ad azionariato diffuso, o quantomeno che il capitale di rischio delle imprese statunitensi sia più polverizzato di quelle del resto del mondo.

Lo studio di Holderness parte dalla specificazione del campione preso in analisi: vengono inizialmente considerate tutte le compagnie americane presenti nel database *Compact Disclosure (Compact D/SEC*<sup>94</sup>) al 31 Marzo 1995<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Il *Compact D/SEC* è un database contenente informazioni finanziarie di proprietà della SEC su tutte le imprese americane presenti sui seguenti mercati azionari: NYSE, Amex e NASDAQ.

<sup>95</sup> Viene scelta questa data poiché è la prima utile per un paragone obiettivo tra le imprese statunitensi e quelle del resto del mondo.

Viene poi selezionata casualmente una delle prime dieci imprese della lista, classificate per ordine alfabetico. Successivamente, vengono scartate nove imprese a partire da quella scelta, mentre viene selezionata la decima, e così via, fino ad arrivare a un totale di 428 aziende. Vengono quindi debellate le imprese le quali hanno un *blockholder* che possiede almeno il 95% del capitale di rischio, poiché il campione deve essere costituito esclusivamente da imprese effettivamente negoziate sui mercati azionari. Si giunge quindi al campione definitivo, composto da 375 aziende.

I risultati raggiunti sono i seguenti<sup>96</sup>:

- Approssimativamente nel 90% dei casi esiste un *large shareholder* che possiede il 39% delle azioni con diritto di voto (la percentuale sale al 96% se ci si limita al possesso del 5% delle azioni, ovvero la percentuale minima necessaria ad essere considerato *blockholder*)
- Il capitale di rischio posseduto dagli *executive* è in media pari al 24%
- I *blockholder*<sup>97</sup> esterni possiedono in media l'11% del capitale di rischio

I risultati ottenuti sono in contrapposizione con la letteratura esistente fino a quel momento (fatta eccezione per la percentuale di azioni con diritto di voto posseduta dagli *executive* che risulta in linea con gli studi effettuati fino al 2009<sup>98</sup>): Holderness arriva alla conclusione che l'assetto proprietario della maggioranza delle imprese statunitensi non è così diverso da quello delle aziende del resto del mondo, come si evince anche dalla seguente tabella.

---

<sup>96</sup> Per i calcoli e i modelli utilizzati si rimanda a "*The myth of diffuse ownership in the United States*" (Holderness, 2009)

<sup>97</sup> Per *blockholder* si intende un qualsiasi shareholder che possieda almeno il 5% delle azioni aventi diritto di voto di una società.

<sup>98</sup> "*Where the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression*", *Journal of Finance* (Holderness & Kroszner & Sheehan, 1999) e "*Managers' voting rights and corporate control*", *Journal of Financial Economics* (Mikkelson & Partch, 1989)

**TABELLA 2.1**

**Comparison of block ownership at U.S. and non-U.S. firms conditional on firm size**

	Probability firm has a blockholder conditional on firm size		Block ownership (percentage) conditional on firm size
Hong Kong	1.00***	Thailand	73***
Indonesia	1.00***	Germany	66***
Malaysia	1.00***	Italy	65***
Philippines	1.00***	Austria	63***
Singapore	1.00***	France	63***
Taiwan	1.00***	Malaysia	61***
Thailand	1.00***	Indonesia	56***
Sweden	0.99**	Switzerland	54*
South Korea	0.99**	Finland	54*
France	0.99***	Belgium	54*
Germany	0.98	Singapore	54***
Italy	0.98	Philippines	52*
Ireland	0.98	Spain	52
Norway	0.97	Norway	50
United States	0.96	United States	50
Spain	0.96	Hong Kong	49
Austria	0.95	Sweden	48
Belgium	0.95	Taiwan	46***
Finland	0.92**	Ireland	37***
Japan	0.89***	South Korea	37***
Switzerland	0.86***	United Kingdom	36***
United Kingdom	0.81***	Japan	27***

Fonte: "The myth of diffuse ownership in the United States" (Holderness, 2009)

Nella Colonna di sinistra troviamo la probabilità che un'azienda abbia un *blockholder* che detiene almeno il 5% delle azioni con diritto di voto. Risulta evidente come nel 96% dei casi analizzati le imprese americane abbiano un *blockholder*: questa percentuale è di poco inferiore ad imprese di nazioni facenti parte del cosiddetto "*Insider System*" (o "*Network Oriented*")<sup>99</sup> quali Germania e

<sup>99</sup> L'*Insider System* è caratterizzato da un maggior grado di concentrazione e dalla presenza di una coalizione di azionisti di controllo. La presenza di una struttura azionaria fortemente concentrata e la volontà degli azionisti principali di esercitare un forma di controllo piena e incisiva fanno sì che la possibilità che si creino situazioni di separazione tra proprietà e controllo risulti molto bassa.

All'interno di questi sistemi le grandi banche assumono una rilevanza centrale: le banche esercitano un'influenza determinante sulle singole società, non solo perché possiedono rilevanti quote azionarie, ma anche e soprattutto perché ricevono la delega del diritto di voto dai piccoli azionisti. Questo è un elemento molto importante poiché, per evitare eccessive concentrazioni di potere, è possibile introdurre nello statuto una clausola che limiti al 5% del capitale azionario il diritto di voto esercitabile da un singolo azionista, a prescindere da quante azioni possieda. Un singolo azionista, o un gruppo di azionisti, che agiscono di concerto tramite un patto sindacale che possiede più del 5% delle azioni aventi diritto di voto non può comunque esercitare il diritto di voto in eccesso a tale limite. Tali vincoli statutari inoltre non possono esser modificati per un periodo di tre anni (questi limiti non sono ovviamente applicati nel caso di una scalata).

Italia (98%), mentre è addirittura superiore al Giappone (89%), considerato uno dei paesi con maggiore presenza di imprese a proprietà concentrata.

La seguente tabella fornisce informazioni circa le caratteristiche dello shareholder con più quote di capitale azionario.

**TABELLA 2.2**

	Individuale	Finanziario	Corporate	Statale	Misto
<b>Imprese U.S.A.</b>					
% di aziende	53	29	11	0	7
% di proprietà <sup>100</sup>	32	12	39	0	22
<b>Imprese resto del mondo</b>					
% di aziende	59	25	6	6	4
% di proprietà	36	17	31	36	30

Fonte: Elaborazione personale. Dati riferiti al 1995 e tratti da "The myth of diffuse ownership in the United States" (Holderness, 2009) e "The ultimate ownership of Western European countries" Journal of Financial Economics (Faccio & Lang, 2002)

La riga mostra tutti i possibili tipi di shareholder. In particolare, la voce "individuale" riguarda gli investitori individuali (incluse le famiglie); "finanziario" comprende le banche, i fondi mutualistici e i fondi pensione; "corporate" include le aziende non finanziarie (pubbliche e private); "statale" è riferito al governo; "misto" comprende le no-profit, i piani di *profit-sharing* e le *venture capital*.

Dall'analisi della tabella si nota immediatamente la somiglianza tra imprese americane e imprese non U.S.A. nei valori di alcune voci: la percentuale di proprietà media degli investitori individuali differisce di soli 4 punti percentuali, mentre quella riguardante gli investitori finanziari ha uno scarto di 5 punti percentuali. La vera differenza si riscontra nelle imprese a partecipazione statale, poiché negli U.S.A. in nessun caso il ruolo di *largest shareholder* è ricoperto dal governo.

<sup>100</sup> Si intende in media.

L'analisi dei dati proposti porta a delle rapide conclusioni: l'assetto proprietario delle imprese statunitensi non è poi così dissimile da quelle del resto del mondo. Nel 96% dei casi esiste infatti un *blockholder*, e nel 90% dei casi quest'ultimo possiede il 39% delle azioni con diritto di voto. Inoltre, i *blockholder* americani hanno all'incirca la stessa rappresentanza nel *board* di quelli del resto del mondo. Le teorie di Berle e Means sono state così sconfessate da Holderness. Tuttavia, ai tempi della pubblicazione di "*The Modern Corporation and Private Property*", avvenuta nel 1932, la maggior parte delle imprese americane non aveva alcun obbligo legale di comunicare al pubblico l'identità dei possessori di quote azionarie, e solamente poche aziende lo fecero di loro spontanea iniziativa. I dati a disposizione di Berle e Means sono perciò da considerare se non totalmente inattendibili, quantomeno imprecisi: ad esempio, quando non venivano trovati riscontri circa l'esistenza o meno di un *blockholder* che detenesse quote significative di capitale azionario, i due autori classificavano l'azienda come "*believed to be widely held*", ossia ne ipotizzavano la dispersione azionaria<sup>101</sup>.

Il trattato di Holderness è da considerarsi di centrale importanza per lo studio degli assetti proprietari statunitensi. A partire dal momento in cui i database divennero reperibili (fine anni '70-inizi anni '80), sono state svolte delle ricerche che hanno parzialmente smentito la letteratura precedente: Morck, Shleifer e Vishny hanno dimostrato che il 31% dei consiglieri delle aziende facenti parte la Fortune 500 possiedono più del 10% della azioni con diritto di voto dell'impresa della quale fanno parte<sup>102</sup>, mentre Demsetz e Lehn hanno concluso che i cinque maggiori shareholder della lista Fortune 500 possiedono in media il 25% circa delle azioni<sup>103</sup>. Tuttavia, sono state le conclusioni tratte da Holderness ad evidenziare in maniera chiara la necessità di un ripensamento circa il modello prevalente di assetto proprietario delle imprese americane.

Una prima revisione riguarda la tipologia di *agency dilemma* prevalente negli U.S.A.

---

<sup>101</sup> "*The myth of diffuse ownership in the United States*" (Holderness, 2009)

<sup>102</sup> "*Management ownership and Market valuation: an empirical analysis*", Journal of Financial Economics (Morck & Shleifer & Vishny, 1988)

<sup>103</sup> "*The structure of corporate ownership: causes and consequences*", Journal of Political Economy (Demsetz & Lehn, 1985)

L'obiettivo principale di Holderness è quello di dimostrare come il livello di concentrazione azionaria delle imprese americane non sia così diverso da quello delle aziende del resto del mondo. Viste le conclusioni sopracitate, si conclude che *l'Agency Theory Type II* assume maggiore rilevanza del *Type I* negli U.S.A.

Le imprese a proprietà concentrata presentano infatti conflitti d'agenzia tra grandi shareholder e manager, o tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. In precedenza, la letteratura si era concentrata, per quanto riguarda il caso americano, esclusivamente sui problemi di agenzia tra manager e shareholder.

Gli studi di Holderness hanno evidenziato come l'attenzione andasse spostata verso *l'Agency Theory Type II*, e su come la conoscenza delle problematiche e delle dinamiche di questa tipologia di *agency dilemma* fosse fondamentale per la comprensione del sistema degli assetti proprietari statunitensi.

Un'altra conclusione che si può trarre riguarda la correlazione tra *investor protection* e assetti proprietari. E' opinione diffusa che la concentrazione degli assetti proprietari è maggiore nei paesi con bassi livelli di *investor protection*<sup>104</sup>. L'elevato livello di concentrazione azionaria in U.S.A., considerati uno dei paesi a maggiore tutela degli investitori, fa tuttavia dubitare circa la reale validità di tale teoria.

Sebbene le conclusioni evinte dalla ricerca di Holderness contrastano con gran parte della letteratura precedente, non sono tuttavia contrarie ai fondamenti della proprietà privata. Berle e Means affermarono che *"truly diffuse ownership would destroy the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested"*<sup>105</sup>, ovvero che l'effettiva dispersione azionaria avrebbe distrutto le fondamenta sulle quali si era retto il sistema economico nei tre secoli precedenti.

I piccoli azionisti assumeranno un atteggiamento passivo, poiché le loro azioni individuali non porteranno alcun beneficio, e anche se lo portassero, questo sarebbe limitato alle quote azionarie possedute, mentre i costi da sostenere graverebbero solamente su un individuo. Un'impresa con titoli negoziati sui mercati avente una proprietà passiva alle decisioni dei manager avrebbe poche possibilità di sopravvivere.

---

<sup>104</sup> L'argomento verrà ripreso in maniera dettagliata all'interno del paragrafo 2.4

<sup>105</sup> *"The Modern Corporation and Private Property"*, pag. 8 (Berle & Means, 1932)

Al contrario, i grandi shareholder sono mossi da interessi diversi. La loro ricchezza dipende quasi esclusivamente dall'andamento dell'impresa nel quale hanno investito, perciò saranno attivi nel monitoraggio dei manager. Possedendo quote significative di capitale azionario, avranno a loro disposizione un potere decisionale che il piccolo azionista non ha.

La giustificazione della necessità della presenza di *large shareholder* negli U.S.A. si trova proprio in questo assunto: un'impresa a capitale disperso abbisogna della presenza di un *blockholder* per monitorare correttamente l'operato dei manager, altrimenti i conflitti di agenzia scaturiti da tale assenza risulterebbero deleteri per il futuro a medio-lungo termine dell'impresa.

## 2.4 INVESTOR PROTECTION: GLI STUDI DI LA PORTA E IL FENOMENO DEL “TUNNELING”

Il rischio che si verifichi un conflitto d'agenzia è, come visto in precedenza, molto forte: quando un finanziatore esterno decide di investire in un'azienda questo deve sopportare il rischio di essere espropriato del ritorno dell'investimento da parte del management.

L'espropriazione può assumere diverse forme. In alcuni casi, gli *insider*<sup>106</sup> si appropriano semplicemente dei profitti in maniera indebita. In altri invece questi potrebbero alienare a un'altra impresa sotto il loro controllo alcuni asset a prezzi favorevoli (realizzando il cosiddetto “*asset stripping*”). In altre situazioni invece l'espropriazione può avvenire tramite la nomina di manager “accondiscendenti”, oppure tramite la concessione di un livello retributivo eccessivo agli *executive*.

In generale, l'espropriazione è altamente correlata alla presenza dei conflitti d'agenzia presentati in precedenza. Per questo motivo, la presenza di un elevato livello di *investor protection* risulta di cruciale importanza per la minimizzazione dei rischi scaturiti dall'*agency dilemma*.

L'approccio legale alla Corporate Governance statuisce che il meccanismo chiave per la protezione degli investitori è rappresentato dal sistema normativo. La presenza di leggi costantemente aggiornate rappresenta il fulcro del sistema di *investor protection*. Se il corpo legale risulta essere idoneo a proteggere in maniera efficace gli investitori esterni, questi saranno più propensi a finanziare le aziende, e di conseguenza i mercati saranno più efficienti e profondi. Al contrario, quando le leggi non proteggono adeguatamente gli investitori lo sviluppo dei mercati finanziari tende a rallentare notevolmente<sup>107</sup>. Vi è infatti una forte correlazione tra *investor protection* e sviluppo dei mercati finanziari: quando gli investitori esterni sono consapevoli di essere tutelati adeguatamente dalla legge saranno maggiormente inclini a investire in asset finanziari come l'*equity* e il

---

<sup>106</sup> Per *insider* si intendono sia i manager che gli azionisti di maggioranza.

<sup>107</sup> “*Investor protection and corporate valuation*” (La Porta & Lopez-De-Silanes & Shleifer & Vishny, 2002)

debito. Questo avviene poiché un maggior livello di protezione significa maggiori probabilità di vedere rientrare il loro investimento, sotto forma di dividendi o di interessi. Riducendosi il rischio di espropriazione, i livelli di investimento aumentano: gli imprenditori riusciranno così a finanziare con fonti esterne il loro investimento, espandendo allo stesso modo i mercati finanziari.

Un elevato livello di *investor protection* rende l'espropriazione da parte dei manager più difficile e più costosa. Come visto in precedenza, in presenza di un basso livello di protezione degli investitori le forme di espropriazione sono varie. Quando invece i livelli di *investor protection* si innalzano l'espropriazione può avvenire solamente tramite l'assegnazione di livelli retributivi elevati, tramite la nomina di famigliari o amici nel *board* o tramite l'intraprendimento di progetti spazzatura. Con il diminuire delle tecniche di espropriazione questa diventa sempre più difficile e meno redditizia, al punto che gli *insider* tenderanno a diminuirne sempre più i livelli.

Gli investitori che decidono di finanziare un'impresa generalmente ottengono in cambio determinati diritti, i quali sono garantiti dal corpo normativo. Questi diritti spesso consistono nel ricevere una certa quota di dividendi a determinate scadenze, di votare per i consiglieri, di partecipare alle assemblee degli azionisti, di intraprendere azioni disciplinari o legali nei confronti degli amministratori e di convocare assemblee straordinarie qualora si presenti la necessità.

La discussione sul set normativo necessario a proteggere shareholders e creditori viene aperta nel 1998 da Rafael La Porta con la pubblicazione sul *Journal of Political Economics* del trattato "*Law and Finance*"<sup>108</sup>. In questo lavoro viene esaminata la qualità e l'effettiva applicazione del corpo normativo posto a tutela degli investitori, oltre alla provenienza di tali leggi. Lo studio si concentra esclusivamente sui 49 paesi più grandi del mondo: le regole vengono divise tra "*shareholder rules*" e "*creditor rights*" (diritti dei creditori).

Il sistema legale della maggior parte dei paesi deriva da un ristretto numero di "famiglie legali", individuabili nel sistema anglosassone, nel sistema francese, in quello tedesco e in quello scandinavo<sup>109</sup>. Il primo di questi nasce in Inghilterra, e si

---

<sup>108</sup> "*Law and Finance*", *Journal of Political Economics* (La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer & Vishny, 1998)

<sup>109</sup> "*Major legal systems in the world today*" (David & Brierley, 1985)

espande poi a tutte le colonie inglesi: Stati Uniti d'America, Canada, Australia, Nuova Zelanda, le colonie africane e anche alcuni paesi asiatici. Questi formano il sistema definito di *Common Law*<sup>110</sup> (18 paesi in totale). Il sistema di *Civil Law* francese<sup>111</sup> è invece formato dalla Francia e da alcuni paesi colonizzati durante l'epoca napoleonica: ne fanno parte quindi i Paesi Bassi, il Belgio e le colonie spagnole, incluse quelle dell'America Latina (21 paesi in totale). Il sistema di *Civil Law* tedesco<sup>112</sup> riunisce invece la Germania e alcuni paesi europei di origine teutonica, oltre a un certo numero di paesi dell'Asia orientale (6 paesi in totale). I paesi scandinavi hanno invece le loro tradizioni e le loro regole (4 paesi in totale). Dallo studio di La Porta vengono volutamente estromessi i quindici paesi<sup>113</sup> con ordinamento basato sul diritto sovietico (il cosiddetto *Soviet Law*), poiché all'epoca dello studio questi paesi stavano completando l'uscita dal regime socialista. I loro ordinamenti erano in continua transizione e in rapido mutamento, perciò sono stati esclusi poiché qualsiasi risultato ottenuto sarebbe stato giudicato non attendibile. Le seguenti tabelle mostrano una parte dello studio di La Porta et al.: ci si concentra in particolare sulle più importanti voci riguardanti la protezione degli shareholder e dei creditori. Si prendono in considerazione i quattro sistemi presentati in precedenza, e infine viene proposto un confronto con la media comprensiva di tutti e 49 i paesi inseriti nello studio. Tutti i dati sono stati presi da "*Law and Finance*", *Journal of Political Economics* (La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer & Vishny, 1998).

---

<sup>110</sup> Il *Common Law* è un modello di ordinamento giuridico di origine britannica, basato sui precedenti giurisdizionali piuttosto che sui codici o sulle leggi.

<sup>111</sup> Il sistema di *Civil Law* (o Diritto Continentale) è un modello di ordinamento giuridico derivante dal diritto romano. Il primo vero codice dell'età moderna fu il *Code Civil* emanato da Napoleone nel 1804.

Il modello di *Civil Law* si differenzia dall'ordinamento di *Common Law* per il fatto che la giurisprudenza prevale sui precedenti giurisdizionali. Il giudice deve attenersi per quanto possibile alla lettura di leggi e norme redatte dal legislatore, il quale è sovrano poiché eletto direttamente dal popolo.

<sup>112</sup> Il sistema di *Civil Law* tedesco trova origine nel 1900. Il codice è una rielaborazione del diritto romano: questo era fortemente legato alla tradizione e per tale motivo andava ripensato secondo la storia e le caratteristiche della nazione teutonica. Il sistema si basa fortemente sull'unitarietà, tramite la costituzione di un unico sistema ben delineato, senza trascurare la tradizione romanistica.

<sup>113</sup> I paesi esclusi sono: Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Estonia, Georgia, Kazakistan, Kirghizistan, Lettonia, Lituania, Moldavia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan.

**TABELLA 2.3****PROTEZIONE DEGLI SHAREHOLDER**

	<b>Common Law</b>	<b>Civil Law francese</b>	<b>Civil Law tedesca</b>	<b>Civil Law scandinava</b>	<b>Media totale</b>
<b>Votazione via e-mail</b>	39%	5%	0%	25%	18%
<b>Deposito delle azioni</b>	0%	43%	83%	0%	29%
<b>Voto cumulativo</b>	28%	29%	33%	0%	27%
<b>Tutela delle minoranza</b>	94%	29%	50%	0%	53%
<b>Convocazioni di assemblee straordinarie</b>	44%	62%	33%	75%	53%

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da “*Law and Finance*”, Journal of Political Economics (La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer & Vishny, 1998)

La Tabella 2.3 prende in considerazione le misure tese a garantire una protezione agli shareholder. La votazione via e-mail consiste nella possibilità degli azionisti di spedire tramite posta elettronica il proprio voto, senza essere fisicamente presenti all’assemblea: come si evince dalla lettura dei dati, questa possibilità viene negata nei paesi del *Civil Law* tedesco. Questo dato è significativo, poiché una tale misura consente di trovare un rimedio all’assenteismo assembleare, uno dei maggiori problemi che affliggono le società di capitali. Concedere all’azionista la possibilità di spedire il proprio voto tramite e-mail facilita la partecipazione alla vita societaria di quest’ultimo: questo strumento riduce inoltre la possibilità di espropriazione ai danni dei piccoli shareholder, poiché un maggiore livello di attività di quest’ultimi sottrae potere decisionale ai grandi shareholder.

Il deposito delle azioni consiste nell’obbligo di depositare quest’ultime prima dello svolgimento dell’assemblea (in Italia, prima della riforma, secondo l’art. 4 della legge n. 1745 del 1962 le azioni andavano depositate almeno 5 giorni prima

dell'assemblea)<sup>114</sup>. Questa imposizione non è mai stata presente nei paesi del *Common Law* e nei paesi scandinavi, mentre nell'83% dei casi nel sistema tedesco vi era l'obbligo del deposito preventivo.

Con la voce "tutela delle minoranze" si intende l'esistenza o meno di meccanismi atti a tutelare i piccoli azionisti. Risalta immediatamente all'occhio l'altissima presenza di strumenti tesi alla tutela di piccoli shareholder nei paesi del *Common Law*: nel 94% dei casi è La Porta et al. hanno infatti registrato la presenza di tali meccanismi. Questo dato, molto vicino al 100%, si scontra in particolar modo con la percentuale rilevata nei paesi di tradizione scandinava (0%). Tuttavia, in questi paesi è molto forte l'importanza della reputazione e dell'onestà come principio morale, perciò questo dato potrebbe essere guidato da fattori non osservabili e potrebbe quindi essere interpretabile in più modi.

Infine, la voce "convocazioni di assemblee straordinarie" riporta i casi nei quali è stata effettivamente richiesta un'assemblea straordinaria. La richiesta può essere fatta da qualsiasi azionista che detiene almeno il 10% delle azioni con diritto di voto<sup>115</sup>.

La seguente tabella (2.4) riporta le misure idonee a tutelare i diritti dei creditori.

**TABELLA 2.4**

**PROTEZIONE DEI CREDITORI**

	<b>Common Law</b>	<b>Civil Law francese</b>	<b>Civil Law tedesca</b>	<b>Civil Law scandinava</b>	<b>Media totale</b>
<b>No "automatic stay"</b>	72%	26%	67%	25%	49%
<b>Precedenza ai creditori privilegiati</b>	89%	65%	100%	100%	81%
<b>Cambio del</b>	78%	26%	33%	0%	45%

<sup>114</sup> Questa voce in realtà ha perso gran parte del suo significato, poiché questo obbligo è stato eliminato anche nei paesi del *Civil Law* tramite l'emanazione di una regola comunitaria (per quanto riguarda l'Italia l'obbligo riguarda però solamente le società quotate, le società con azioni diffuse in maniera rilevante e le società che volontariamente aderiscono al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione). Rimane tuttavia la facoltà delle imprese di prevedere nello statuto sociale un termine per il deposito ed il divieto di restituzione delle azioni prima che l'assemblea abbia avuto luogo.

<sup>115</sup> Il *quorum* costitutivo è lo stesso per tutti e 49 i paesi considerati.

---

**management**

---

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da Dati tratti da “*Law and Finance*”, *Journal of Political Economics* (La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer & Vishny, 1998)

Nella legge fallimentare statunitense, *l’automatic stay* è un’ingiunzione operante in automatico che impedisce qualsiasi azione dei creditori, fatta salva qualche eccezione, nei confronti del debitore in stato di insolvenza<sup>116</sup>. I creditori privilegiati possono comunque richiedere al tribunale fallimentare l’esonero da queste misure, a patto che venga dimostrata una valida ragione<sup>117</sup>.

Nei casi presi in considerazione, questa ingiunzione automatica operava solamente nel 28% dei casi nei paesi anglofoni, contro una media totale del 51%. La differenza maggiore si riscontra con il dato dei paesi che adottano il modello di *Civil Law francese*: la sospensione dall’*automatic stay* in questi casi opera solamente nel 26% dei casi, contro il 72% dei paesi del *Common Law*.

La voce “precedenza ai creditori privilegiati” indica la percentuale di casi nei quali questi creditori sono stati effettivamente soddisfatti con precedenza durante il procedimento di liquidazione degli asset. Questa percentuale è pari al 100% nei paesi di tradizione tedesca e scandinava, mentre scende addirittura al 65% nei paesi del *Civil Law francese*. Questo è probabilmente uno dei dati più significativi sul quale si fondano le conclusioni di La Porta et al.: nel 35% dei casi i creditori privilegiati dei paesi che adottano questo modello di ordinamento giuridico hanno perduto la garanzia di essere rimborsati con precedenza. Questo rappresenta una seria minaccia per la tutela dei creditori, e uno dei punti sul quale riflettere maggiormente.

L’ultima voce fornisce la percentuale dei casi nei quali il debitore non mantiene l’amministrazione della proprietà in seguito a una dichiarazione di bancarotta. Nel 78% dei casi, nei paesi del *Common Law* il consiglio d’amministrazione cambia integralmente, e il debitore perde qualsiasi tipo di ruolo all’interno dell’impresa. Nei paesi di *Civil Law francese* invece questo avviene solamente nel 26% dei casi (media complessiva del 45%): questo dato può essere interpretabile come la

---

<sup>116</sup> Queste azioni potrebbero consistere ad esempio nell’intraprendimento di azioni giudiziali nei confronti del debitore; in azioni tese a espropriare il debitore dei suoi beni; in azioni atte a creare, perfezionare o rinforzare un vincolo contrattuale con il debitore.

<sup>117</sup> Per approfondimenti si rimanda alla lettura del *Chapter 11 del Title 11 dell’United States Bankruptcy Code*

possibilità di “farla franca” in seguito a una dichiarazione di bancarotta, causata magari da una gestione scellerata e non prudente del management.

Dall’analisi dei dati proposti si giunge alle conclusioni proposte da La Porta et al. I paesi del *Common Law* presentano maggiori livelli di *investor protection*<sup>118</sup>, mentre i paesi che adottano il modello della *Civil Law* francese hanno i livelli di più bassi di protezione degli investitori. I paesi di tradizione tedesca e quelli facenti parte del sistema scandinavo si collocano invece nel mezzo, mentre se si restringe l’analisi alla sola protezione dei creditori, queste nazioni si collocano in cima alla lista.

La domanda che ci si pone riguarda il motivo per il quale i paesi del *Common Law* presentino valori di *investor protection* più elevati. La Porta et al. non trovano una spiegazione universalmente riconosciuta, ma individuano comunque due possibili approcci alla questione: quello legale e quello politico.

L’approccio legale consiste nel ricercare le differenze tra questi due ordinamenti giuridici all’interno dell’organizzazione dei rispettivi sistemi legali. Sull’argomento sono intervenuti nel 2000 Johnson et al.<sup>119</sup>. Il *paper* è incentrato sullo studio dei casi di “*tunnelling*”<sup>120</sup>, ovvero il trasferimento di asset e profitti da un’impresa all’altra, o dall’impresa all’azionista di maggioranza, per il solo beneficio privato di quest’ultimo.

Questa espropriazione può assumere diverse forme, alcune delle quali giudicate legali nei paesi di appartenenti al sistema della *Civil Law*. Il *tunnelling* può avvenire in due modi: nel primo caso l’azionista di maggioranza trasferisce semplicemente delle risorse dalla compagnia a un’altra impresa di sua proprietà. Questo accade con delle transazioni giudicate illegali in tutti i paesi, a prescindere dall’ordinamento giuridico di appartenenza, ma in molti casi questi trasferimenti avvengono tramite stratagemmi che ne mascherano l’esistenza. Altri metodi sono la vendita di asset strategici, lo sfruttamento dei benefici del *transfer pricing*, una

---

<sup>118</sup> Per *investor protection* si intende tutela degli shareholder e dei creditori.

<sup>119</sup> “*Tunnelling*”, Working Paper 7523 (Johnson & La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2000)

<sup>120</sup> Il termine “*tunnelling*” deriva dal ceco “*tunelování*”. La parola venne associata a un comportamento fraudolento quando durante la prima metà degli anni '90 i manager di molte banche ceche dichiarate fallite riuscirono a sottrarre indebitamente delle proprietà appartenenti agli istituti bancari senza essere scoperti. La storia venne resa nota solamente nei primi anni del 2000, suscitando grande clamore mediatico.

*CEO compensation* eccessiva, la sottrazione di progetti remunerativi ad opera di altre imprese controllate dallo stesso azionista di maggioranza, e via dicendo.

Altri modi con i quali lo shareholder di maggioranza può eseguire il *tunnelling* sono rappresentati dall'*insider trading*, dall'isolamento delle minoranze dai processi decisionali o tramite altre acquisizioni tese a danneggiare gli *small shareholders*. Ci concentreremo esclusivamente sul primo caso, che risulta essere molto più frequente del primo.

Come detto, la legge generalmente proibisce qualsiasi azione che possa indurre al *tunnelling*. Nella valutazione della condotta, la corte usa due principi, presenti in tutti i principali sistemi legali: il dovere di buona fede e diligenza e il dovere di lealtà.

Il primo deriva dall'istituto del mandato (*mandatum* nel diritto romano), e impone al manager di comportarsi come si comporterebbe il *pater familias*, ovvero con razionalità, ragione e prudenza. In molti paesi, il dovere di buona fede e diligenza è esplicito dalla *Business Judgment Rule*: il codice civile italiano afferma che “*Gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze*”<sup>121</sup><sup>122</sup>. Negli U.S.A. le corti fanno affidamento sulla BJR come strumento di protezione per gli azionisti di minoranza per tutte quelle transazioni che, apportando benefici non monetari agli *inside shareholders*, potrebbero danneggiare gli *outside shareholders*<sup>123</sup>.

Il secondo principio utilizzato dai giudici per la valutazione della condotta consiste nel dovere di lealtà. Questo viene usato specificatamente per valutare situazioni nelle quali si potrebbe configurare un conflitto di interessi nel quale gli *insider* potrebbero trarre benefici indebiti ai danni degli *outside shareholders*. La differenza tra i due principi è sostanziale: il dovere di buona fede e diligenza potrebbe non precludere un'operazione nella quale gli *insider* traggono un vantaggio sugli *outsider*, a meno che non venga dimostrato che l'unico fine della transazione è l'espropriazione ai danni degli azionisti di minoranza. Il dovere di

---

<sup>121</sup> Art. 2392 c.c.

<sup>122</sup> Per approfondimenti si rimanda a Cass. Civ. Sez.I, n. 3409/2013

<sup>123</sup> Come ad esempio l'intraprendimento di determinate misure difensive contro gli *hostile takeovers*

lealtà invece potrebbe impedire immediatamente tale transazione, senza bisogno di dimostrarne la potenziale dannosità. L'esistenza di un potenziale conflitto di interessi tra obiettivi del management e obiettivi dell'impresa è infatti sufficiente a provarne la fraudolenza.

I paesi facenti parte dell'ordinamento del *Civil Law* si differenziano dai paesi del *Common Law* per il diverso modo di creare norme generali e astratte. La *Civil Law* muove dall'applicazione delle leggi che prevedono ipotesi prefigurate in astratto, mentre le nazioni del *Common Law* le configurano tramite le sentenze dei giudici che partono da casi concreti. Questa è un aspetto che incide in maniera sostanziale sulle differenze tra i livelli di *investor protection* dei due sistemi giuridici: un manager di un'impresa appartenente all'ordinamento del *Civil Law* potrebbe approntare meccanismi tesi ad aggirare la norma, portando quindi a termine transazione nominalmente legali, ma sostanzialmente fraudolenti poiché il fine ultimo è l'espropriazione ai danni degli azionisti di minoranza. Tutto ciò risulta invece di più difficile applicazione nei paesi del *Common Law*, poiché questi considerano il dovere di lealtà un concetto residuale che può includere situazioni mai verificatesi prima e che nessuno aveva mai giudicato possibili<sup>124</sup>. Per questo motivo, se le corti dei paesi facenti parte dell'ordinamento del *Civil Law* possono impedire e punire comportamenti fraudolenti tramite l'applicazione pedissequa della legge, questi trovano maggiore difficoltà nel bloccare transazioni *self-dealing*<sup>125</sup> giustificate da una motivazione economica che all'apparenza può sembrare plausibile.

Si possono trarre quindi le seguenti motivazioni sul perché i paesi facenti parte del sistema di *Civil Law* possono favorire indirettamente il *tunnelling*, risultando quindi in livelli di *investor protection* più bassi dei paesi del *Common Law*:

1. Vi è un'applicazione più ristretta del principio del dovere di lealtà;
2. Nei casi di potenziali conflitti di interesse è necessario un volume di prove maggiore per dimostrarne l'esistenza;

---

<sup>124</sup> "Contracts, elites and traditions in the making of corporate law", Columbia Law review (Clark, 1989)

<sup>125</sup> Una transazione *self-dealing* si ha quando un soggetto legalmente obbligato ad agire nell'interesse dei suoi clienti agisce invece guidato esclusivamente da interessi propri.

3. Le corti fanno affidamento all'applicazione di leggi che prevedono ipotesi prefigurate in astratto, invece di partire da casi concreti come avviene nei paesi del *Common Law*.

Il secondo approccio alla questione del minor livello di *investor protection* nei paesi di *Civil Law* presentato da La Porta riguarda quello politico. Il ragionamento fatto sull'approccio legale è corretto, ma non è sufficiente a supportare l'assunzione di base. I paesi facenti parte dei due sistemi sono marcati da significative differenze, storiche e politiche, che ne hanno caratterizzato la stesura del corpo normativo.

La Porta et al. si concentrano in particolar modo sul ruolo dello Stato e sui livelli di interventismo di quest'ultimo. Nei paesi facenti parte del sistema del *Civil Law*, lo Stato ha assunto in passato (e in certi casi tuttora assume) un ruolo attivo, caratterizzato da un elevato livello di partecipazione alla vita economica. Al contrario, nei paesi del *Common Law* lo Stato è spesso rimasto in una posizione passiva e attendista, intervenendo solamente ove la situazione lo richiedesse. Una spiegazione relativa al caso inglese viene proposta dal politologo Samuel Finer, che individua nella progressiva perdita di potere e controllo sulle corti da parte della Corona inglese la ragione principale per cui lo Stato ha assunto un atteggiamento passivo<sup>126</sup>. In Francia e Germania al contrario le corti iniziarono a ottenere potere solamente nel diciannovesimo secolo, con la stesura dei Codici Commerciali ad opera di Napoleone e Bismarck, ideati per permettere allo Stato di regolare l'attività economica con maggior potere.

Lo studio di La Porta et al. prosegue con l'analisi delle conseguenze sugli assetti proprietari di livelli bassi di *investor protection*. Quando l'investitore ha un minor livello di tutela, il controllo dell'impresa acquista un enorme valore poiché consente agli *insider* di espropriare con successo i piccoli shareholder. In presenza di bassi livelli di *investor protection* gli imprenditori vorranno quindi mantenere il controllo della compagnia: gli assetti proprietari risulteranno quindi maggiormente concentrati, poiché la dispersione azionaria comporterebbe la rinuncia ai benefici privati risultanti dal controllo dell'azienda. Un imprenditore ha vari modi per mantenere il controllo dell'impresa: può vendere azioni a voto limitato; può

---

<sup>126</sup> "The history of government from the earliest times, Vol. III" (Finer, 1997)

alienare ad imprese controllate una parte delle azioni della holding; può sfruttare il *cross-shareholding* tra imprese per rendere impossibile l'acquisizione di un'impresa senza dover obbligatoriamente ottenere il controllo delle altre<sup>127</sup>.

La Porta et al. prendono in esame gli assetti proprietari delle imprese dei 27 paesi economicamente più sviluppati. I risultati sono coerenti con quanto detto in precedenza: nei paesi con livelli di *investor protection* più bassi (*Civil Law*) si riscontra una maggior presenza di imprese a proprietà concentrata, mentre nei paesi del *Common Law*, definiti ad alta tutela degli investitori, l'assetto proprietario più frequente è quello teorizzato da Berle e Means, ovvero quello ad azionariato diffuso.

L'ultima parte dell'analisi sull'*investor protection* si concentra sui mercati finanziari. Questi tendono a essere maggiormente sviluppati quando la tutela degli investitori è elevata. Se gli investitori sono protetti dal rischio di espropriazione, questi tenderanno a valutare maggiormente i titoli azionari, apportando benefici agli imprenditori che decidono di mettere i loro titoli sul mercato. La Porta et al.<sup>128</sup> dimostrano che i paesi con maggiori livelli di *investor protection* possiedono mercati finanziari più sviluppati, un maggior numero di imprese quotate e un numero più elevato di IPO<sup>129</sup>. Le nazioni che tutelano maggiormente i loro investitori hanno quindi migliori mercati finanziari.

Nei paesi che invece presentano minori livelli di *investor protection* si potrebbe verificare una situazione nella quale gli *insider* si comportano in maniera corretta nei confronti degli *outside shareholders* fintantoché le aspettative sono rosee. Quando le prospettive future tendono a calare tuttavia gli *insider* saranno propensi ad attuare comportamenti volti ad espropriare gli azionisti, in modo tale da compensare il mancato guadagno.

Si conclude quindi che nei paesi con minori livelli di *investor protection* i mercati finanziari tenderanno a essere meno sviluppati e profondi, poiché il timore di venire espropriati ridurrà la tendenza degli *outside shareholders* a investire.

---

<sup>127</sup> "A theory of pyramidal ownership" (Wolfenzon, 1999)

<sup>128</sup> "Legal determinants of external finance", Working Paper 5879 (La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer & Vishny, 1997)

<sup>129</sup> L'*Initial Public Offering* (IPO) è un'offerta al pubblico di titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato.

### 3. SHAREHOLDER ACTIVISM IN U.S.A.

Con il termine *shareholder activism* si intende qualsiasi azione/atteggiamento messo in pratica dagli shareholder al fine di influenzare la gestione dell'impresa affidata, come noto, al management.

L'attivismo degli shareholder è un fenomeno in continua espansione che sta mutando in maniera significativa il modo di approcciarsi alla compagnia da parte degli azionisti. La prima sezione di questo capitolo si concentrerà sull'evoluzione dello *shareholder activism* in U.S.A. Il movimento, nato negli anni '30, ha visto accrescere la sua importanza e diffusione con il passare degli anni, fino ad arrivare al boom registrato dai primi anni 2000 in poi.

Uno strumento centrale per il movimento è rappresentato dalle *shareholder proposals*: queste vanno consegnate in accordo a quanto stabilito dalla SEC Rule 14a-8 e hanno la finalità di consentire all'azionista di presentare proposte non vincolanti da sottoporre a votazione in sede assembleare. Si esporranno i requisiti necessari per la presentazione di una *shareholder proposal*, le principali richieste effettuate al management e, tramite il supporto dei grafici, si presenterà un'analisi del numero di proposte consegnate e dei settori maggiormente interessati.

Nelle ultime due sezioni del capitolo ci si concentrerà sull'attivismo dei fondi di investimento. Una buona parte dei movimenti di *shareholder activism* è ormai coordinata e gestita da tali investitori: si esporranno quindi le modalità di intervento, gli orizzonti temporali di interesse e le finalità perseguite da tali investitori. Tramite il supporto di una tabella si evidenzieranno infine le differenze e le similitudini nell'atteggiamento dei vari tipi di fondi.

Infine, verrà proposto un focus sull'attivismo degli hedge fund e sulle principali differenze con l'attivismo dei fondi pensione e mutualistici. Tramite l'ausilio di

grafici e tabelle verrà presentato uno studio circa gli obiettivi perseguiti dai fondi hedge attivisti e i risultati raggiunti da questi, prendendo come riferimento la totalità dei moduli SEC 13D consegnati da questi investitori nel periodo 2000-2005.

### 3.1 EVOLUZIONE DELLO SHAREHOLDER ACTIVISM IN U.S.A.

Lo *shareholder activism* in U.S.A. ha origine nei primi anni '30. Dopo la Grande Depressione, alcuni investitori americani reputavano inadeguate le nuove leggi emanate per riformare il settore dell'economia: per questo motivo nacquero i primi movimenti attivisti, tesi a influenzare le decisioni prese dal management.

Lo *shareholder activism* degli anni '30 e '40 fu tuttavia poco efficace, poiché i pochi attivisti presenti non riuscivano nella maggior parte dei casi a ottenere il supporto necessario per le loro campagne. La maggior parte degli shareholder preferiva infatti disinvestire tramite la vendita delle azioni in loro possesso, piuttosto che provare a riformare la compagnia tramite una politica attivista. Questo atteggiamento venne definito "*the Wall Street Walk*": gli azionisti contrari alla politica della compagnia preferivano "votare con i piedi" piuttosto che intraprendere azioni volte a cambiare il modo di gestire l'impresa<sup>130</sup>.

Lo *shareholder activism* divenne pratica comune negli Stati Uniti a partire dagli anni '70, a seguito di due importanti cambiamenti registrati all'interno del panorama americano: la diffusione delle *shareholder proposals*<sup>131</sup> e la crescita esponenziale degli investitori istituzionali.

Per quanto riguarda le *shareholder proposals*, nel 1943 la SEC decise di adottare la Rule 14a-8 (contenuta nel Securities Exchange Act del 1934), la quale permetteva agli azionisti delle public company di presentare proposte che

---

<sup>130</sup> "A quick and dirty history of shareholder activism", Berkeley Business Law Journal (Huynh, 2010)

<sup>131</sup> Negli anni '70 una *shareholder proposal* poteva essere presentata da chiunque, anche dal singolo azionista possessore di una sola azione acquisita il giorno prima dell'assemblea annuale. Come si vedrà nel paragrafo successivo, oggi sono presenti delle limitazioni sia temporali che riguardanti il possesso di un certo numero di azioni con diritto di voto.

dovevano necessariamente apparire nel *proxy statement* della compagnia, per poi essere votate durante l'assemblea annuale. Spesso queste consistono in tentativi di miglioramento della corporate governance o del prezzo azionario della compagnia. Una delle prime e più importanti *shareholder proposal* ad avere successo fu tuttavia una proposta riguardante tematiche sociali: nel 1970 la Corte d'Appello del District of Columbia approvò una *shareholder proposal* presentata dagli azionisti della Dow Chemicals che intendeva vietare la produzione e la vendita di napalm da parte della compagnia<sup>132</sup>.

La crescita degli investitori istituzionali divenne significativa a partire dagli anni '80, quando questi aumentarono la loro presenza nel panorama statunitense. Gli investitori istituzionali, possedendo rilevanti quote azionarie, non erano più interessati a mantenere un atteggiamento passivo nei confronti delle scelte del management, bensì iniziarono a perseguire politiche attiviste volte a influenzare il futuro della compagnia. La nascita dell'attivismo degli investitori istituzionali viene fatta risalire al 1985, quando venne costituito il Council of Institutional Investors da parte del tesoriere dello stato della California Jesse Unruh. Quest'ultimo, in qualità di tesoriere, era responsabile della performance di due fondi pensionistici californiani, il California Public Employees Retirement System (CalPERS) e il California State Teachers Retirement System (CalSTRS). Il Council of Institutional Investors diventò con il passare del tempo il punto focale per molti attivisti: al 2007 esso raggruppava più di 140 fondi pensione, per un totale di 3 trilioni di dollari in asset finanziari<sup>133</sup>. Le *shareholder proposal* tra il 1980 e il 1990 riguardavano in particolare delle proposte volte a contrastare le misure difensive contro i takeover, l'adozione del voto cumulativo e una maggiore indipendenza del board.

Negli anni '90 tuttavia i fondi pensione mutarono il loro atteggiamento: il numero di *proxy proposals* diminuì drasticamente, mentre aumentarono i tentativi di instaurare un dialogo preventivo con il management. Un'altra strategia usata dai fondi pensione fu di sfruttare il potere comunicativo dei media, allertando i potenziali nuovi investitori dei problemi che caratterizzavano la compagnia nella quale si voleva investire.

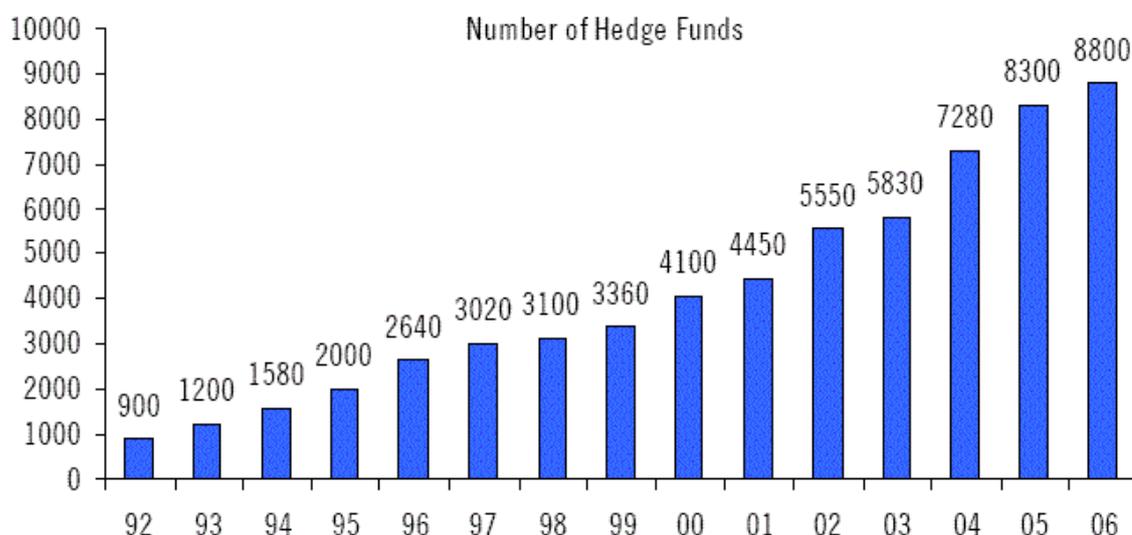
---

<sup>132</sup> "Environmental protection and the social responsibility of firms: perspectives from Law, Economics and Business" (Hay & Stavins & Vietor, 2010)

<sup>133</sup> "The evolution of Shareholder Activism in the United States" (Gillan & Starks, 2007)

Fino alla fine degli anni '90, gli investitori istituzionali con maggiori livelli di attivismo furono i fondi pensioni. L'aumento esponenziale della presenza degli *hedge funds* (o fondi speculativi)<sup>134</sup>, avvenuta nella seconda metà degli anni '90, hanno reso questo tipo di investitori istituzionali i più importanti negli U.S.A.

### GRAFICO 3.1



Fonte: Citygroup Investment Research

Il Grafico 3.1 mostra l'evoluzione del numero di hedge funds in U.S.A. dal 1992 al 2006: il numero di questi fondi di investimento è aumentato di quasi 8000 unità in soli 14 anni, a testimonianza di una crescita rapida che ha fatto divenire gli hedge fund l'investitore istituzionale predominante negli Stati Uniti.

Come detto, l'attivismo degli shareholder in U.S.A. viene principalmente dagli investitori istituzionali, mentre il numero di investitori individuali che praticano tale attività si è ridotto drasticamente a partire dalla seconda metà degli anni '90<sup>135</sup>. Ad

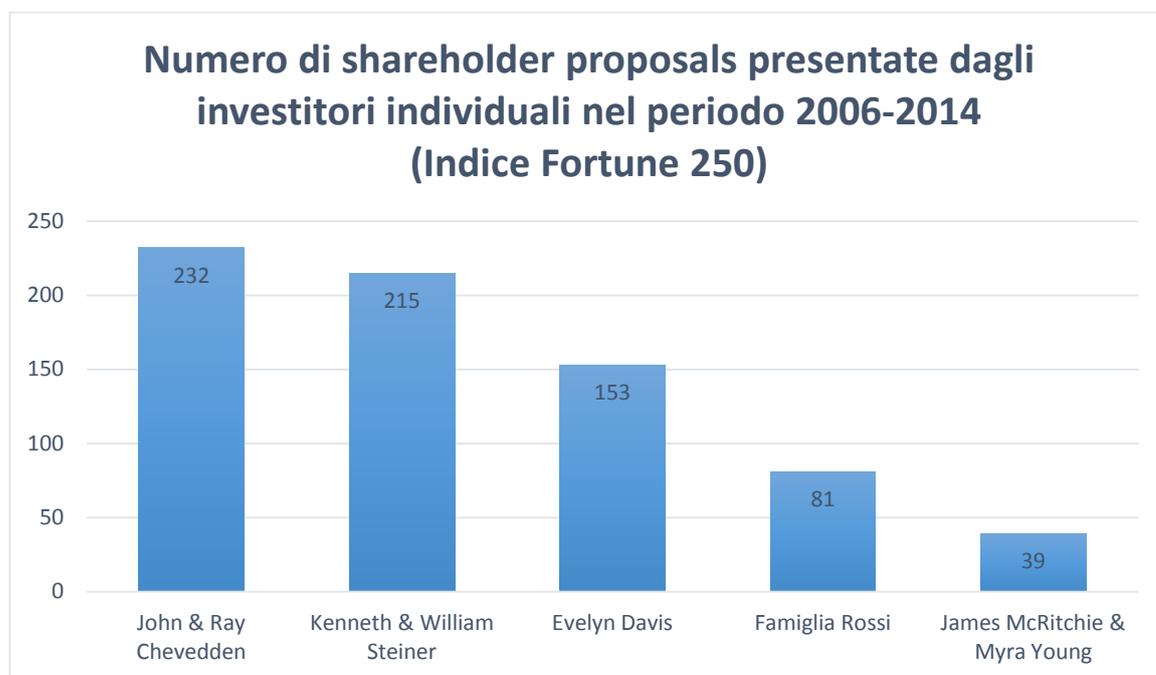
<sup>134</sup> Gli hedge fund (o fondi speculativi) sono dei fondi comuni di investimento privati amministrati da una società di gestione professionale. Questi veicoli di investimento raccolgono i fondi da uno svariato numero di investitori, per poi reinvestire in titoli azionari o altri strumenti finanziari. Si differenziano dai fondi di *private equity* poiché tendono a investire maggiormente in asset liquidi. Il termine hedge è riferito alle tecniche di *hedging*, ovvero alle strategie di copertura del rischio tese a ridurre la volatilità del portafoglio ed eliminare il rischio di mercato. Tuttavia, con il passare del tempo questi fondi hanno diversificato la loro attività, investendo in un'ampia gamma di mercati e strumenti finanziari.

<sup>135</sup> "The evolution of Shareholder Activism in the United States" (Gillan & Starks, 2007)

oggi sono rimasti pochi *gadfly investors*<sup>136</sup>, anche se a partire dal 2009 questi hanno ottenuti importanti e significativi risultati.

Il seguente grafico si concentra sulle *shareholder proposals* introdotte dai *gadfly investors*: vengono prese in considerazione le proposte totali effettuate da questi investitori (comprese quelle respinte) mentre vengono escluse tutte le proposals che non sono arrivate alla fase della votazione. Per la redazione dei grafici sono stati considerati esclusivamente i primi cinque investitori individuali<sup>137</sup> per numero di proposte presentate. I dati si riferiscono alle sole imprese facenti parte dell'indice Fortune 250 e sono relativi al periodo 2006-2014<sup>138</sup>.

### GRAFICO 3.2



Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da [www.proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org)

<sup>136</sup> Gli investitori individuali attivi nel campo delle *shareholder proposals* sono definiti *gadfly investors*. I *gadflies* sono i tafani, insetti simili alle zanzare che pungono e infastidiscono l'uomo. Questi investitori vengono definiti in questo modo per il loro atteggiamento volto a infastidire il management per esortarlo a perseguire politiche gradite agli shareholder.

<sup>137</sup> I più importanti cinque *gadfly investors* secondo [www.proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org) sono John & Ray Chevedden, Kenneth & William Steiner, Evelyn Davis, la famiglia Rossi e James Mc Ritchie & Myra Young.

<sup>138</sup> I dati sono relativi al solo periodo 2006-2014 poiché la raccolta dati del database [proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org) è iniziata nel 2006, anno della sua costituzione.

Un investitore diventa attivo quando si accorge che il socio di maggioranza sta cambiando, o quando sta perdendo fiducia nei confronti dell'imprenditore.

Una politica attivista può essere condotta tramite vari modi. I principali strumenti a disposizione degli shareholder sono i seguenti:

- La presentazione (o la minaccia di farlo) di una *shareholder proposal* da portare all'attenzione del management e degli altri azionisti durante le assemblee annuali
- Il ricatto ai danni dei manager o del board eseguito dagli azionisti insoddisfatti per ottenere un cambio nella strategia aziendale<sup>139</sup>
- I tentativi di negoziazione con il management<sup>140</sup>
- Le *proxy battles*<sup>141</sup>
- Le campagne pubblicitarie
- L'apertura di una lite con il management tramite lo screditamento pubblico di quest'ultimo<sup>142</sup>

Nel paragrafo successivo ci si concentrerà esclusivamente sulle *shareholder proposals*, vero e proprio strumento chiave dello *shareholder activism*, e sulla SEC Rule 14a-8.

---

<sup>139</sup> "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States" (Black, 1993)

<sup>140</sup> Come visto in precedenza, il tentativo di negoziare con il management ha preso sempre più piede negli U.S.A. poiché consente di evitare il lungo iter richiesto per la presentazione di una *shareholder proposal*.

<sup>141</sup> Una *proxy battle* (o *proxy fight*) si può verificare quando gli shareholder di una compagnia sono insoddisfatti dell'operato del management. Per questo motivo, potrebbe essere nell'interesse degli investitori istituzionali di far partire una campagna di adesione diretta agli azionisti affinché questi si convincano a usare i loro *proxy votes* (procedimento simile alla raccolta delle deleghe) per sostituire l'attuale management. Questi si possono difendere tramite ad esempio i già menzionati *staggered boards* (che impediscono la sostituzione per l'intero del board) o tramite le *poison pills*. L'efficacia di queste tecniche difensive ha portato al fallimento di molte *proxy battles*, anche se uno studio condotto da Klein, April ed Emanuel del 2009 ("*Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors*") dimostra come le *proxy fights* condotte dagli *hedge funds* abbiano portato ai risultati sperati nel 60% dei casi. Le due *proxy battles* più importanti sono state quelle condotte in occasione della fusione tra Hewlett-Packard e Compaq del 2002 e quella lanciata da Carl Icahn nel 2005 per sostituire il board di Time Warner. Entrambe le *proxy fights* raggiunsero i risultati sperati dagli investitori attivisti.

<sup>142</sup> Questo tipo di attivismo può assumere diverse forme pratiche. Una delle più utilizzate consiste nell'indirizzare lettere di protesta al management delle compagnie bersaglio. Questa strategia è usata spesso in particolare da Daniel S. Loeb, fondatore e CEO di Third Point Management, *hedge fund* con sede a New York City. Nel 2012 Loeb riuscì a rimpiazzare Scott Thompson, CEO di Yahoo, con Marissa Mayer, nome di sua fiducia. Per farlo, Loeb screditò pubblicamente Thompson, dimostrando come, contrariamente a quanto annunciato, esso non fosse in possesso di una laurea in informatica e inducendolo quindi a dimettersi.

### 3.2 LE SHAREHOLDER PROPOSALS: LA SEC RULE 14a-8

Le *shareholder proposals* (o *shareholder resolutions*) riguardanti tematiche inerenti i problemi di corporate governance sono solitamente consegnate mediante l'utilizzo della già citata SEC Rule 14a-8, la quale consente a uno shareholder di presentare una proposta corredata da una motivazione di non più di 500 parole all'interno del *proxy statement* distribuito dalla compagnia in occasione dell'assemblea annuale. Gli azionisti potrebbero ugualmente presentare proposte al di fuori della Rule 14a-8, ma questo nell'esperienza recente è avvenuto molto di rado. Questo perché l'uso di questa regola facilita notevolmente il compito degli shareholder: gli azionisti che presentano una *shareholder proposal* tramite la Rule 14a-8 non sono infatti tenuti a presentare e redigere di proprio pugno un *proxy statement*, poiché quest'obbligo rimane in capo alla compagnia. Questo è un vantaggio significativo, poiché la presentazione di un *proxy statement* richiede un'ingente spesa in termini di denaro e tempo.

La Rule 14a-8 presenta tuttavia degli svantaggi, individuabili nel largo anticipo con il quale presentare la proposta e nelle tematiche circoscritte a quelle imposte dalla SEC. Le *shareholder proposal* presentate tramite questa regola vanno infatti esposte ben 6 mesi prima dell'assemblea annuale e, come detto, sono limitate a una serie di argomenti identificati preventivamente. Ad esempio, un'azionista non può usare la Rule 14a-8 per presentare una lista di candidati al Consiglio d'amministrazione<sup>143</sup>. Lo shareholder che intende presentare una proposta deve necessariamente possedere almeno 2000\$ di azioni (valore di mercato), o in alternativa almeno l'1% del flottante della società per almeno un anno senza

---

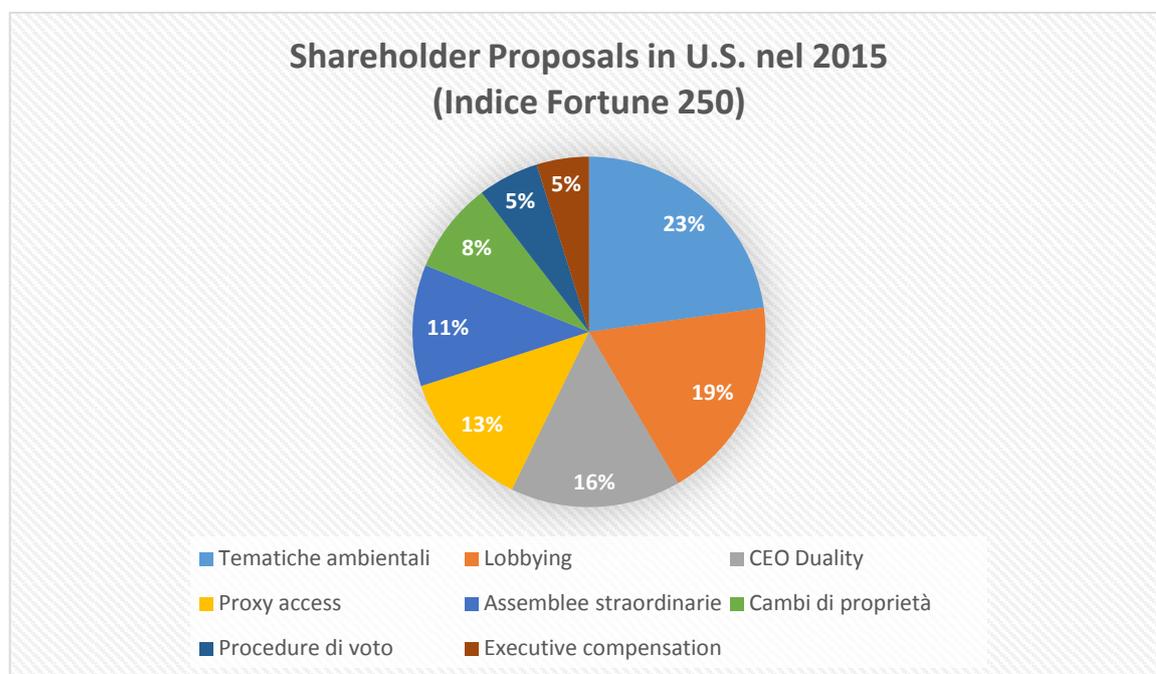
<sup>143</sup> Questa esclusione ha suscitato diverse polemiche negli Stati Uniti. Bernard S. Black della University of Columbia individua una spiegazione di natura politica: la SEC nella redazione della regola avrebbe deciso di escludere le questioni più importanti sulle quali gli shareholder potrebbero voler intervenire.

interruzioni e al momento dell'assemblea devono essere ancora in possesso di tali azioni.

Le proposte presentabili tramite la Rule 14a-8 includono ad esempio:

- Ridurre o eliminare le *poison pills*
- Eliminare i cosiddetti “*staggered boards*”, così che il Consiglio d'amministrazione possa essere sostituito per l'intero in un'unica seduta
- Procedure di voto (rendere confidenziale il voto degli azionisti, voto cumulativo ecc.)
- Convocazione di assemblee straordinarie
- Messa in vendita della compagnia
- *Proxy access*
- Impedire la *CEO duality*
- Creazione di un comitato per le nomine composto esclusivamente da *independent directors*
- *Executive Compensation*
- Tematiche ambientali e sociali

**GRAFICO 3.3**

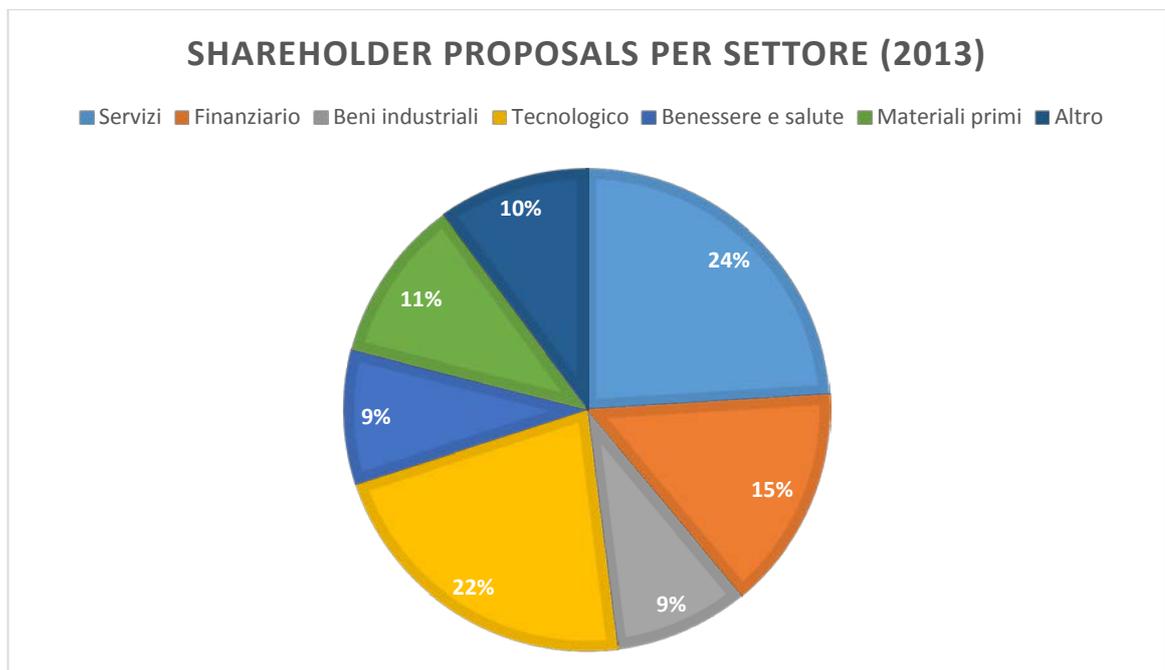


Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da [www.proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org) e aggiornati al 27 Maggio 2015, quando 211 imprese su 250 avevano già presentato i *proxy documents*.

Le *shareholder proposals* sono spesso dirette alle compagnie che non stanno ottenendo i risultati attesi. Ad esempio, ogni anno CalPERS, il Council of Institutional Investors e TIAA-CREF<sup>144</sup> individuano un novero di imprese che hanno raggiunto risultati inferiori a quelli attesi per poter poi agire tramite la presentazione di proposte volte a migliorarne la *governance*<sup>145</sup>. Una volta individuata la compagnia bersaglio, l'investitore istituzionale tenderà a ricercare un accordo informale con il management circa i cambiamenti da proporre<sup>146</sup>. Qualora questo tentativo di accordo non dovesse andare a buon fine, l'investitore può decidere di presentare una proposta formale mediante l'utilizzo della SEC Rule 14a-8.

Il seguente grafico mostra quali siano stati i settori oggetto di *shareholder proposals* nel 2013.

**GRAFICO 3.4**



<sup>144</sup> Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF) è un importante fondo pensione statunitense per persone che lavorano nei settori della ricerca, accademici, medici e culturali. Al 31 Dicembre 2012, TIAA-CREF gestiva i risparmi di quasi 4 milioni di persone, con un valore complessivo in asset stimabili in 502 miliardi di dollari. Nel 2013 il fondo pensione con sede a New York City ha chiuso al 97° posto nella Fortune 500.

<sup>145</sup> “Does Governance matter? Evidence from CalPERS intervention” (Huson, 1997)

<sup>146</sup> “Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS” (Smith, 1996)

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da [www.proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org)

Lo *shareholder activism* in U.S.A. è storicamente un movimento individuale: ogni investitore istituzionale agisce da solo e tenderà a non rivolgere le proprie attenzioni verso una compagnia sulla quale sta già lavorando nello stesso periodo un altro investitore<sup>147</sup>. Questo accade poiché negli Stati Uniti vi è l'esistenza di un regolamento che statuisce che un gruppo di shareholder che, agendo di concerto, possieda almeno il 5% delle azioni con diritto di voto, deve compilare il modulo 13D della SEC<sup>148</sup> entro 10 giorni, altrimenti la compagnia può intentare causa all'investitore istituzionale contestandogli la mancata comunicazione delle proprie intenzioni. In molti<sup>149</sup> hanno contestato l'esistenza di quest'obbligo, affermando che tali adempimenti scoraggiano i movimenti attivisti, ma la SEC non ha mostrato alcuna intenzione di emendare la Schedule 13D.

Nel complesso, il numero di *shareholder proposals* presentate ogni anno è piuttosto ridotto se si considera l'ampiezza del mercato statunitense. Il seguente grafico mostra l'evoluzione del numero di *shareholder proposals* presentate tra il 2010 e il 2014. Vengono prese in considerazione le sole imprese facenti parte dello S&P 500.

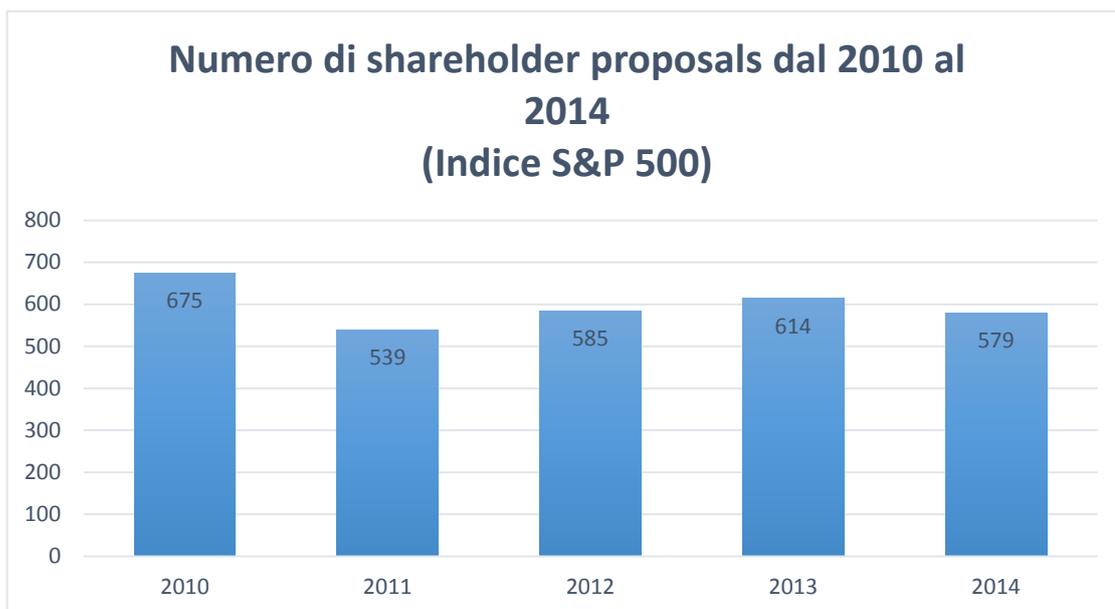
### GRAFICO 3.5

---

<sup>147</sup> Questa è una sostanziale differenza rispetto allo *shareholder activism* del Regno Unito. In U.K. infatti molto frequentemente accade che un investitore istituzionale coordini i propri movimenti con un altro investitore per presentare una *shareholder proposal* diretta alla stessa compagnia.

<sup>148</sup> Lo Schedule 13D della SEC è un modulo che deve essere compilato e spedito alla stessa SEC entro 10 giorni da parte di chiunque entri in possesso di almeno il 5% delle azioni con diritto di voto di una società.

<sup>149</sup> Per approfondimenti si rimanda a "*Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*" (Black, 1993) e "*Investment Privatization Funds: the Czech Experience*" (Coffee, 1994)



Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da [www.proxypreview.org](http://www.proxypreview.org)

Come si evince dal grafico, il numero di proposte presentate è diminuito di quasi 100 unità in soli quattro anni. La spiegazione alla quale si può addivenire è individuabile nel tentativo sempre più frequente da parte degli investitori istituzionali di cercare una soluzione preventiva e informale prima di presentare una vera e propria *shareholder proposal*. Questo avviene per due motivi principali: come detto in precedenza, le proposte consegnate mediante l'utilizzo della SEC Rule 14a-8 richiedono una comunicazione preventiva alla compagnia di sei mesi, perciò i tempi si dilatano notevolmente. Il secondo motivo è riscontrabile nel fatto che non sempre la presentazione di una *shareholder proposal* ha portato i risultati sperati. Ad esempio, l'attivismo degli shareholder non è riuscito a porre un freno definitivo all'utilizzo delle *poison pills* o all'adozione di statuti che si pongono come obiettivo quello di ostacolare i takeover ostili<sup>150</sup>. Il numero di imprese dello S&P 500 che adottano le *poison pills* si è ridotto del 50% negli ultimi dieci anni<sup>151</sup>, ma questo dato può trarre in errore, poiché questa particolare tecnica difensiva è spesso introdotta solamente in caso di una minaccia di hostile takeover.

L'attivismo degli investitori istituzionali ha tuttavia apportato un grande beneficio al mercato per il controllo societario. Molte *shareholder proposals* hanno migliorato il funzionamento di questo mercato, rendendolo vitale ed efficace nella sua funzione

<sup>150</sup> "Shareholder proposals to rescind poison pills: all bark and no bite" (Bizjak & Marquette, 1998)

<sup>151</sup> "Hostile activists: collaboration between Shareholder Activists and Hostile Bidders". The M&A journal (Floyd & Gill & Liekefett, 2014)

di monitoraggio dell'operato del management. L'opposizione degli azionisti ha indubbiamente rallentato la diffusione di alcune misure difensive contro i takeover, quali ad esempio gli *staggered boards*, anche se come detto non sono ancora riusciti ad arrestare in maniera definitiva il fenomeno delle pillole avvelenate<sup>152</sup>.

### 3.3 MODALITA' DI INTERVENTO E ORIZZONTE DI INTERESSE DEI FONDI DI INVESTIMENTO

Esistono numerosi fattori che contribuiscono a formare l'interesse del singolo shareholder nei confronti delle decisioni del *board*. Alcuni azionisti potrebbero essere interessati esclusivamente a un dividendo più elevato, mentre altri potrebbero avere interesse anche nel rispetto di alcune tematiche sociali.

In questo paragrafo ci si concentrerà tuttavia unicamente sugli investitori istituzionali poiché questi, come detto in precedenza, rivestono un ruolo centrale all'interno dei movimenti di *shareholder activism* statunitensi.

Esistono tre modalità di intervento dei fondi istituzionali<sup>153</sup>:

- *Docile*
- *Walker*
- *Pervasive*

Gli investitori che assumono una posizione *docile* sono shareholder passivi: il fondo istituzionale si "appiattisce" sulle decisioni del management e sulla strategia intrapresa dalla compagnia. Questo tipo di intervento si manifesta tramite il voto di routine alle assemblee annuali o addirittura tramite il non voto, e accade poiché questi investitori desiderano evitare il sostenimento di costi per il voto e per lo

---

<sup>152</sup> "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States" (Black, 1993)

<sup>153</sup> "Some are more equal: the politics of shareholder activism" (Nordberg, 2009)

scambio delle azioni in loro possesso. L'atteggiamento *docile* è tipico degli *index-tracking funds*<sup>154</sup>.

Un secondo approccio è rappresentato dall'atteggiamento *walker*<sup>155</sup>: se gli investitori non sono soddisfatti dell'andamento della compagnia questi "usciranno" (*walk out*) dall'investimento vendendo le loro azioni. Allo stesso tempo, gli investitori potrebbero decidere di "entrare" (*walk in*) in un investimento: se questi valutano positivamente un cambio di strategia o l'intraprendimento di un determinato progetto allora potrebbero decidere di acquistare un certo numero di azioni.

Gli investitori *walker* assumono una rilevanza centrale all'interno del sistema di *governance* statunitense. Le loro decisioni di entrare o di uscire da un investimento hanno spesso l'effetto di alterare significativamente le sorti di una compagnia. Se ad esempio gli investitori *walker* decidono di disinvestire in seguito a una politica aziendale a loro sgradita, il prezzo delle azioni di quella compagnia potrebbe deprimersi fortemente, rendendo più difficoltoso il finanziamento tramite debito. Questo risulta in un incremento del costo del capitale, il quale renderebbe l'azienda meno competitiva e indurrebbe i manager a cambiare repentinamente strategia.

L'esistenza di effetti positivi circa il monitoraggio dei manager generato da un atteggiamento *walker* degli investitori è controversa. Secondo John C. Coffee questo tipo di condotta degli investitori porta a un monitoraggio inefficiente dei manager, perciò non deve essere considerata una forma di attivismo<sup>156</sup>.

Alex Edmans giunge invece a conclusioni diametralmente opposte. Si prendano in considerazione i casi nei quali l'investitore possiede un numero di azioni non esiguo ma comunque non sufficienti a ottenere un numero di consiglieri nel *board* tale da influenzare le decisioni del management. La miglior strategia possibile per questi investitori è quella di rimanere informati circa le decisioni prese dai manager e, qualora queste non siano gradite, minacciare di disinvestire uscendo così dalla

---

<sup>154</sup> Gli *index-tracking funds* (o *index funds*) sono fondi che seguono attentamente l'andamento del mercato e decidono di investire esclusivamente su una o più compagnie facenti parte dell'indice di mercato individuato. Questo avviene perché gli *index fund managers* ritengono che alla lunga nessun investitore può far meglio di un dato indice, perciò al fine di ridurre costi e rischi questi individuano un indice e investono esclusivamente in quello.

<sup>155</sup> Il termine "*walker*" deriva dal già citato "*Wall Street Walk*".

<sup>156</sup> "*Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor.*" (Coffee, 1991)

compagnia. Per questo motivo, “*l’exit as a form of voice*” è da considerarsi a tutti gli effetti una strategia tramite la quale si manifesta l’attivismo degli shareholder<sup>157</sup>. Alex Edmans e Gustavo Manso, all’interno del loro *working paper*<sup>158</sup> offrono anche una visione alternativa circa l’orizzonte temporale di interesse che caratterizza gli investitori *walker*. Una tale strategia non è necessariamente collegata a un orizzonte di breve/brevissimo periodo, poiché i segnali che vengono mandati tramite questo atteggiamento (quali ad esempio la minaccia di disinvestire) potrebbero portare il management a prendere decisioni maggiormente orientate al medio-lungo periodo.

L’approccio *walker* è comune a un ampio novero di investitori: dalle *asset management firms* agli investitori individuali che ricercano il profitto tramite frequenti operazioni di trading, fino ad arrivare agli *hedge fund*<sup>159</sup>.

Il terzo e ultimo approccio a disposizione dei fondi istituzionali per entrare nella governance è quello *pervasive* (o *activist*). Questo tipo di atteggiamento è tipico degli investitori che intendono partecipare attivamente alla gestione dell’impresa nella quale hanno investito. L’obiettivo di chi mette in atto tale atteggiamento è di influenzare il management e di indirizzare la compagnia verso una gestione a loro gradita. Questo approccio può assumere varie forme, quali l’utilizzo del diritto di voto per esprimere un’insoddisfazione nei confronti del management; la discussione e la contestazione nei confronti del management in sede assembleare; la presentazione di liste di amministratori diverse da quelle degli azionisti di maggioranza; la manifestazione di un atteggiamento lobbistico nei confronti di alcuni manager; la richiesta di un cambiamento nelle politiche sociali dell’impresa<sup>160</sup>. Altri attivisti potrebbero invece richiedere un cambio di strategia, o la sostituzione del management qualora questo non riesca a raggiungere i risultati

---

<sup>157</sup> “*Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia.*” (Edmans, 2009)

<sup>158</sup> “*Governance through exit and voice: A theory of multiple blockholders.*” (Edmans & Manso, 2009)

<sup>159</sup> In realtà, come si vedrà in seguito, il discorso legato agli hedge fund è più complesso. Nonostante in teoria questi investitori dovrebbero assumere un atteggiamento *walker* per via delle loro finalità puramente speculative, molti hedge fund hanno in realtà una strategia *pervasive* (pervasivo), volta a entrare nella *governance* e influenzare i processi di *decision making* dei manager.

<sup>160</sup> Un atteggiamento *pervasive* finalizzato all’ottenimento di un cambiamento nelle politiche sociali dell’impresa fu molto comune negli anni ’60 e ’70. I singoli investitori, le organizzazioni religiose e le associazioni caritatevoli statunitensi usarono i loro voti per chiedere alle multinazionali americane di non acquistare tabacco e munizioni dal Sud Africa, allora in pieno apartheid.

sperati. Un'altra importante finalità potrebbe essere legata all'ottenimento di maggiori diritti per gli azionisti, quali ad esempio la possibilità di esprimersi sulla *CEO pay* o sulla possibilità di un cambio di proprietà.

L'approccio pervasivo come si è visto può quindi assumere diverse forme. Tutti questi tipi di atteggiamenti hanno però in comune la finalità ultima, ossia la rivendicazione del diritto di influenzare il *decision making* del management, in quanto possessori di azioni e quindi "proprietari" dell'azienda.

L'orizzonte temporale al quale l'investitore istituzionale varia a seconda del tipo di strategia che intende attuare. Gli *index-tracking funds* ad esempio avranno un orizzonte di interesse fortemente orientato al lungo o addirittura lunghissimo periodo, poiché questi tenderanno a mantenere la loro partecipazione in un'impresa finché questa continui a far parte dell'indice da loro selezionato. Allo stesso modo, i fondi pensione, coerentemente con le loro finalità, tendono ad avere un orientamento incentrato sul lungo periodo, anche se è stato dimostrato che alcuni fondi pensione gestiscono in maniera più attiva (e orientata al breve periodo) il loro portafoglio titoli<sup>161</sup>.

Gli hedge fund sono invece fortemente orientati al breve periodo: questi hanno finalità speculative, testimoniate dall'atteggiamento *walker*, anche se, come detto, molti di questi fondi stanno assumendo sempre più frequentemente atteggiamenti pervasivi. Molti *hedge fund* tuttavia adottano politiche talmente speculative tali da essere orientati al brevissimo periodo: questi avranno un orizzonte temporale definito "*perverse*" (perverso). Questo si manifesta ad esempio tramite l'acquisto di un titolo e la simultanea rivendita dello stesso su un altro mercato, al fine di sfruttare le opportunità di arbitraggio che si dovessero verificare.

Gli orizzonti temporali tipici degli investitori istituzionali possono essere quindi di:

- Lungo periodo (*long term*)
- Breve periodo (*short term*)
- Brevissimo periodo (*perverse*)

Gli investitori istituzionali sono mossi da finalità differenti: ogni investitore ha infatti una sua specifico obiettivo. Gli *index-tracking funds* ad esempio tenderanno a

---

<sup>161</sup> Per approfondimenti si rimanda a "*Evaluating the financial performance of pension funds*" (Hinz, 2010)

mantenere la loro partecipazione nelle compagnie individuate, salvo che queste non facciano più parte dell'indice selezionato. Per mantenere bassi i costi, questi investitori tenderanno ad avere un orizzonte di lungo/lunghissimo periodo, ad avere un atteggiamento docile e a votare in accordo con le decisioni del management (o addirittura a non votare). Lo stesso tipo di finalità è tipica dei fondi pensione, anche se questi investitori potrebbero avere interesse nell'accumulare partecipazioni. Finalità quest'ultima tipica degli *hedge fund*: l'obiettivo di questi investitori è di accumulare un numero di azioni di una compagnia sufficienti a influenzarne le decisioni future, possibilmente senza attirare le attenzioni del management o dei concorrenti per non far salire il prezzo di acquisto<sup>162</sup>.

Le finalità che muovono e indirizzano le strategie degli investitori istituzionali sono quindi le seguenti:

- Accumulazione di partecipazioni (*Accumulate*)
- Mantenimento di partecipazioni (*Maintain*)
- Dismissione di partecipazioni (*Reduce*)

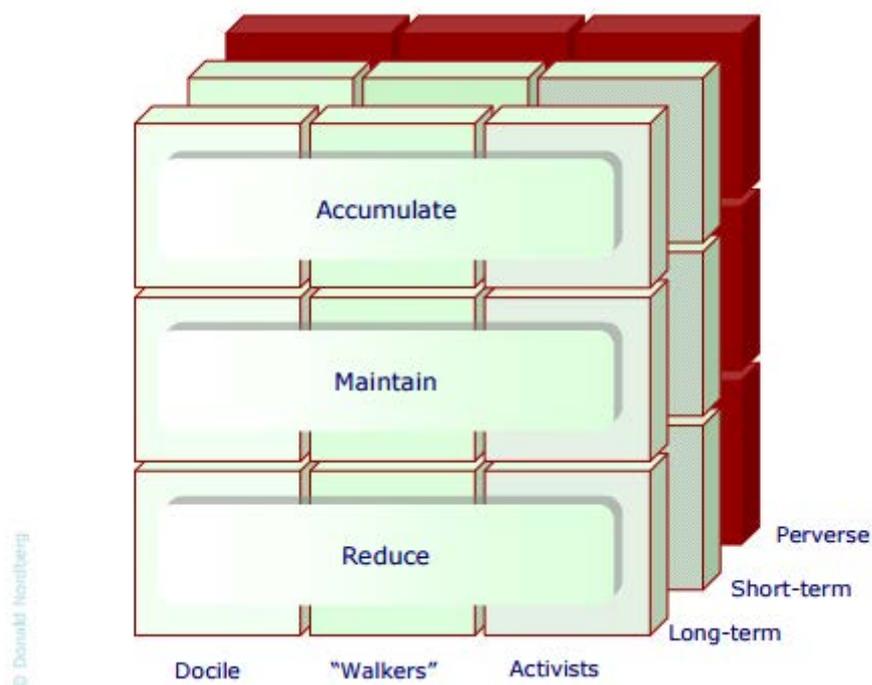
Approccio, finalità perseguita e orizzonti temporali di interesse sono contenuti nella matrice della *shareholder stance* (posizione degli shareholder), ideata da Donald Nordberg<sup>163</sup>.

### **MATRICE 3.6**

---

<sup>162</sup> "An introduction to investment banks, hedge funds & private equity" (Stowell, 2010)

<sup>163</sup> "Some are more equal: the politics of shareholder activism" (Nordberg, 2009)



La seguente Tabella 3.7 riassume attività svolta, approccio, finalità perseguita e orizzonte temporale di interesse delle principali categorie di fondi di investimento statunitensi.

**TABELLA 3.7**

	<b>Attività svolta</b>	<b>Approccio</b>	<b>Finalità perseguita</b>	<b>Orizzonte temporale</b>
<b>Fondi Istituzionali</b> <sup>164</sup>	Investimento e gestione del risparmio	<i>Walker</i>	<i>Maintain/ Accumulate</i>	Medio- Lungo

165

<sup>164</sup> Per Fondi Istituzionali si intende le società assicurative, le banche, gli istituti di credito, gli operatori finanziari che operano per conto un mandato del cliente, le holding finanziarie e le holding familiari.

<sup>165</sup> Alcuni fondi istituzionali potrebbero essere interessati alla gestione nel breve periodo di titoli singoli.

<b>Fondi Pensione</b>	Raccolta del risparmio e gestione portafogli	<i>Docile</i>	<i>Maintain</i>	Lungo
<b>Hedge Funds</b>	Copertura delle posizioni	<i>Walker/Pervasive</i>	<i>Accumulate</i>	Breve/ Brevissimo
<b>Private Equity</b>	Rilevazione azioni e apporto nuovi capitali	<i>Pervasive</i> <sup>166</sup>	<i>Accumulate/ Reduce</i>	Medio- Lungo
<b>Venture Capital</b>	Investimento in start-up	<i>Pervasive</i>	<i>Maintain/ Reduce</i>	Lungo/ Lunghissimo
<b>Index- Tracking Funds</b>	Individuazione di un indice e investimento	<i>Docile</i>	<i>Maintain</i>	Lungo/ Lunghissimo
<b>Fondi Sovrani</b> <sup>167</sup>	Investimento in strumenti finanziari	<i>Docile/Pervasive</i>	<i>Maintain</i>	Lungo

Fonte: Elaborazione personale

### 3.4 L'ATTIVISMO DEGLI HEDGE FUND

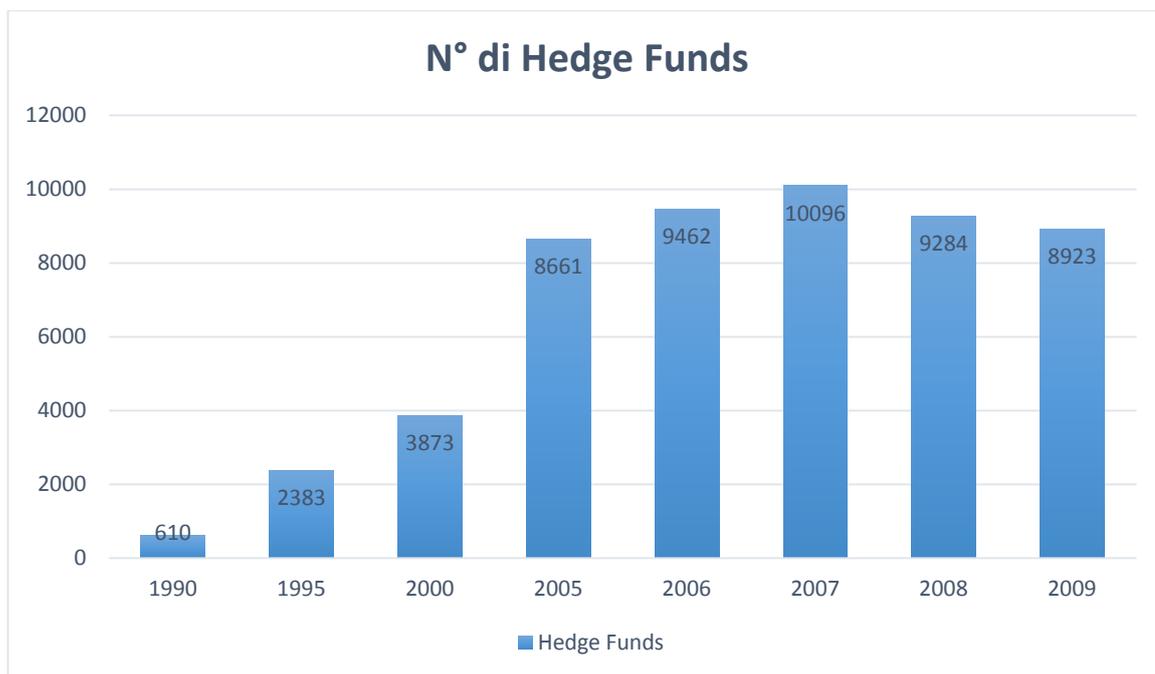
A partire dalla seconda metà degli anni 2000 i fondi hedge in U.S.A. hanno accresciuto in maniera esponenziale la loro importanza, sia in termini di asset gestiti (raggiunti i 2.6 miliardi di dollari nel Dicembre 2014<sup>168</sup>), sia per quanto riguarda la presenza su territorio statunitense, come si evince dai seguenti grafici.

<sup>166</sup> I fondi di *Private Equity* non si pongono il problema dell'attivismo degli shareholder poiché quando la società viene quotata il fondo è già importante. Tuttavia tendono a entrare nella *governance*, perciò il loro approccio è da considerarsi *pervasive*.

<sup>167</sup> I Fondi Sovrani hanno finalità politiche e sociali, tranne il fondo norvegese.

<sup>168</sup> Dato tratto da [www.hedgefundfacts.com](http://www.hedgefundfacts.com)

**GRAFICO 3.8<sup>169</sup>**



Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da [www.hedgefundfacts.com](http://www.hedgefundfacts.com)

**GRAFICO 3.9**

<sup>169</sup> Il numero esatto di hedge fund in U.S.A. a partire dal 2010 in poi non è mai stato comunicato ufficialmente. Tuttavia, si stima che la tendenza alla riduzione del numero di questi fondi iniziata nel 2008 e proseguita nel 2009 si sia arrestata nel 2010, quando la presenza di hedge fund ha ricominciato ad aumentare.



Fonte: BarclayHedge & Prequin

Con la proliferazione di questo tipo di fondi istituzionali, sono aumentati di conseguenza anche i livelli di attivismo degli hedge fund, che ha acquisito una rilevanza centrale all'interno del sistema americano.

Per attivismo degli hedge fund si intende la strategia mediante la quale uno fondo hedge acquisisce una percentuale minima del 5% di una società i cui titoli sono negoziati sui mercati pubblici. Il raggiungimento del 5% fa scattare in automatico l'obbligatorietà della compilazione del modulo SEC 13D, il quale rivela l'identità dell'acquirente, della compagnia bersaglio, la percentuale di azioni che verranno detenute e il motivo dell'acquisizione, che sovente riguarda l'ottenimento di posti nel Consiglio d'Amministrazione, l'opposizione a un'acquisizione o ad un procedimento liquidatorio già in atto e il tentativo di rimpiazzare il CEO<sup>170</sup>.

L'attivismo degli hedge fund si differenzia in maniera sostanziale rispetto a quello dei fondi pensione e dei fondi mutualistici. La normativa che regola l'attivismo dei fondi hedge presenta infatti dei vantaggi significativi che gli attribuiscono una posizione di vantaggio rispetto agli altri tipi di fondi istituzionali.

Una prima importante differenza risiede nella normativa fiscale: per poter approfittare di alcuni benefici fiscali, i fondi mutualistici devono essere ampiamente

<sup>170</sup> "Hedge Fund activism" (Klein & Zur, 2006)

diversificati, il che vuol dire che non possono possedere più del 10% in azioni con diritto di voto di una società. Gli hedge fund non sono soggetti a tale restrizione, potendo essi detenere una percentuale illimitata di azioni di qualsiasi società.

Una seconda differenza viene trovata da Hu & Black<sup>171</sup> e da Christoffersen et.al<sup>172</sup> e riguarda l'importante aspetto dell'acquisizione dei diritti di voto dagli shareholder. I fondi hedge possono infatti ottenere tali diritti tramite transazioni non comunicate, ad esempio mediante lo stock lending market<sup>173</sup>. Tale aspetto è di notevole importanza, poiché gli hedge fund sono in grado di racimolare blocchi di azioni con diritto di voto non solo tramite l'acquisizione diretta di titoli azionari, ma anche tramite quella indiretta, cosa che invece è preclusa ai fondi mutualistici.

Infine, i manager dei fondi hedge sono scevri dalle restrizioni legate alla pay-for-performance imposte ai fondi mutualistici dall'Investment Advisors Act del 1940. In ragione di queste restrizioni, ai manager dei fondi mutualistici e dei fondi pensione viene corrisposta una percentuale legata al totale degli investimenti effettuati dal fondo. Gli hedge fund managers invece, oltre a vedersi corrisposta la stessa percentuale corrisposta ai manager dei fondi mutualistici e dei fondi pensione, viene inoltre accordata anche una percentuale legata ai profitti generati dal fondo. Per tale ragione, i manager dei fondi hedge possono trarre benefici privati da una campagna attivista di successo.

I settori industriali di interesse degli hedge fund differiscono notevolmente da quelli dei fondi pensione e dei fondi mutualistici, come riportato dalla seguente tabella.

**TABELLA 3.10**

	<b>N° di imprese</b>	<b>N° di imprese</b>
--	----------------------	----------------------

<sup>171</sup> "Hedge funds, insiders and empty voting: Decoupling of economic and voting ownership in public companies" (Hu & Black, 2006)

<sup>172</sup> "Vote trading and information aggregation" (Christoffersen & Kerr & Géczy & Musto & Reed, 2006)

<sup>173</sup> Lo stock lending market (prestito titoli in italiano) si basa sulla concessione in prestito di un certo numero di azioni a un altro soggetto, che ricambierà con la corresponsione di un corrispettivo, che può essere come può non essere sotto forma di cash, di valore pari o superiore a quello dei titoli concessi in prestito.

<b>Settore industriale</b>	<b>bersaglio (Hedge Funds)</b>	<b>bersaglio (Mutual&amp;Pension)</b>
<b>Business</b>	<b>29</b>	<b>14</b>
<b>Farmaceutico</b>	<b>10</b>	<b>5</b>
<b>Retail</b>	<b>9</b>	<b>3</b>
<b>Ristorazione&amp;Alberghiero</b>	<b>8</b>	<b>20</b>
<b>Bancario</b>	<b>8</b>	<b>19</b>
<b>Comunicazione</b>	<b>5</b>	<b>12</b>

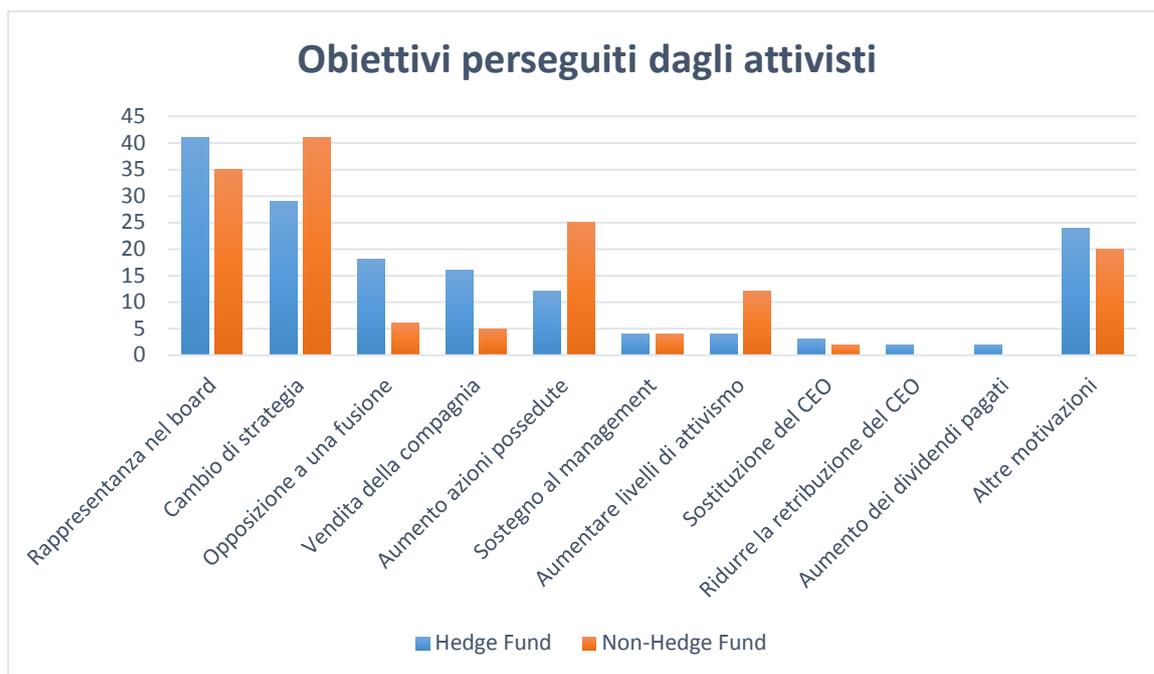
Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da "Hedge Fund activism" (Klein & Zur, 2006)

L'analisi della Tabella 3.9 evidenzia come l'attivismo degli hedge fund sia diretto prevalentemente nei confronti di imprese che offrono servizi di business, quali ad esempio le società finanziarie, mentre i fondi pensione e quelli mutualistici riversano il loro interesse sul settore della ristorazione e alberghiero e su quello bancario.

Per quanto riguarda gli obiettivi perseguiti dagli hedge fund, un'analisi di Klein & Zur ha evidenziato come questi siano sostanzialmente differenti rispetto ai fondi mutualistici e ai fondi pensione. La tabella seguente prende in analisi quanto riportato sotto la dicitura "Purpose of Transaction" (motivo della transazione) nei moduli SEC 13D compilati durante il periodo 2003-2005<sup>174</sup> dai manager degli hedge fund e dei fondi pensione e mutualistici.

### **GRAFICO 3.11**

<sup>174</sup> E' stato scelto questo periodo di riferimento poiché non sono stati trovati dati più recenti relativi ai soli hedge fund, perciò non sarebbe stato possibile effettuare un raffronto obiettivo con l'attivismo dei fondi pensione e dei fondi mutualistici.



Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da “*Hedge Fund activism*” (Klein & Zur, 2006)

L’analisi dei dati riportati conduce alle seguenti conclusioni:

- Nel 29% dei casi, l’obiettivo delle campagne attiviste degli hedge fund è identificabile nel tentativo di ottenere una rappresentanza nel board;
- L’obiettivo primario dei non-hedge fund (fondi pensione e fondi mutualistici) è stato invece quello di esercitare pressioni sul management affinché si giungesse a un cambio di strategia (il 27% dei moduli SEC 13D riportavano tale motivazione nella sezione “Purpose of Transaction”);
- Le differenze maggiori si riscontrano per quanto le opposizioni a una fusione, la richiesta di mettere in vendita la compagnia e il tentativo di aumentare il numero di azioni in proprio possesso: le politiche attiviste degli hedge fund sono infatti state dirette rispettivamente nel 13% e nell’11% alle prime due finalità, mentre i non-hedge fund si sono rivelati meno interessati a tale aspetto (solamente il 4% e il 3% di tutte le proposte presentate sono relativi a tali obiettivi). Al contrario, i fondi pensione e i fondi mutualistici hanno diretto, nel 17% dei casi, le loro politiche attiviste verso il tentativo di aumentare il numero di azioni possedute al fine di acquisire il controllo dell’impresa, cosa che gli hedge-fund hanno fatto solamente nell’8% dei casi.

La seguente tabella mostra il tasso di successo relativo all'attivismo degli hedge fund nel periodo preso in esame.

**TABELLA 3.12**

<b>Obiettivo</b>	<b>Tentativi totali</b>	<b>Tentativi con successo</b>	<b>Tasso di successo</b>
<b>Rappresentanza nel board</b>	<b>41</b>	<b>30</b>	<b>73%</b>
<b>Cambio di strategia</b>	<b>29</b>	<b>14</b>	<b>48%</b>
<b>Opposizione a una fusione</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>56%</b>
<b>Vendita della compagnia</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>56%</b>
<b>Aumento azioni possedute</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>58%</b>
<b>Sostegno al management</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>50%</b>
<b>Aumento livelli di attivismo</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>
<b>Sostituzione CEO</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>
<b>Ridurre CEO compensation</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>
<b>Aumento dividendi pagati</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>
<b>Altre motivazioni</b>	<b>24</b>	<b>11</b>	<b>46%</b>

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da "Hedge Fund activism" (Klein & Zur, 2006)

Se si prendono in esame la totalità dei moduli SEC 13D consegnati nel periodo 2003-2005 (144 osservazioni totali), si nota che ben 86 di queste proposte sono andate a buon fine, con un tasso di successo pari al 60%<sup>175</sup>.

Per quanto riguarda il tipo di imprese selezionate dagli attivisti, vi è una sostanziale differenza nel criterio utilizzato per individuare le cosiddette “target firms”. I fondi pensione e i fondi mutualistici preferiscono infatti selezionare imprese che non abbiano ottenuto risultati positivi negli anni passati ma che nascondono, a parere dei manager, un potenziale nascosto<sup>176</sup>. Al contrario, i manager dei fondi hedge preferiscono rivolgere le loro attenzioni verso compagnie profittevoli e solide finanziariamente, ricche in cash e investimenti a breve termine e con bassi livelli di debito. Dopo aver acquisito la compagnia bersaglio, gli hedge fund aumentano il debito, riducono il cash e aumentano il payout ratio, incrementando il pagamento di dividendi agli shareholder, tra i quali vi è proprio il fondo hedge.

Le tecniche utilizzate per giungere al risultato desiderato sono invece simili: sia i fondi hedge, che i fondi pensione e i fondi mutualistici adottano, nella maggior parte dei casi, la minaccia di iniziare una proxy fight, piuttosto che lanciarne effettivamente una (il che risulterebbe in una dilatazione di tempi e costi). Prendendo in considerazione le 155 imprese esaminate in precedenza, solamente in 18 casi vi è stata una proxy battle. In 42 casi invece è stata registrata, tramite comunicati stampa, una minaccia di intraprendere una proxy fight, il che vuol dire che nel 39% delle osservazioni totali vi è stata una proxy battle o la minaccia di iniziarne una.

**TABELLA 3.13**

	<b>Osservazioni totali</b>	<b>Successo</b>	<b>Insuccesso</b>
<b>Proxy Fights</b>	<b>18 (12%)</b>	<b>13 (72%)</b>	<b>5 (28%)</b>
<b>Minaccia di P.F.</b>	<b>42 (27%)</b>	<b>26 (62%)</b>	<b>18 (43%)</b>
<b>Nessuna P.F.</b>	<b>95 (61%)</b>	<b>54 (57%)</b>	<b>64 (67%)</b>
<b>Totale</b>	<b>100 (100%)</b>	<b>93 (60%)</b>	<b>87 (56%)</b>

<sup>175</sup> Dati tratti da “*Hedge Fund activism*” (Klein & Zur, 2006)

<sup>176</sup> “*Returns to Shareholder Activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund*” (Becht et.al, 2006)

Fonte: Elaborazione personale. Dati tratti da *"Hedge Fund activism"* (Klein & Zur, 2006)

L'analisi proposta sull'attivismo degli hedge fund si conclude con una riflessione circa la positività o meno di tale fenomeno. Negli U.S.A. il tema è ampiamente dibattuto da molti anni, e non esiste una interpretazione unica e condivisa da tutti. Alcuni ritengono che l'attivismo degli hedge fund abbia un impatto positivo sull'impresa<sup>177</sup>, in particolare per quanto riguarda l'andamento dei titoli azionari nel breve periodo. Altri invece ritengono che, nel lungo termine, l'attivismo degli hedge fund aumenti la volatilità del prezzo azionario della compagnia, e che non si registrino miglioramenti significativi per quanto riguarda le spese di Ricerca e Sviluppo e nella gestione del cash e degli investimenti a breve termine<sup>178 179</sup>.

Tuttavia, un'analisi di Brav & Jiang & Partnoy & Thomas pubblicata sul Journal of Finance nell'Agosto del 2008 dimostra che il mercato tende a reagire positivamente ad un incremento dei livelli di attivismo degli hedge fund. Nel periodo che va dai venti giorni che precedono l'annuncio della compilazione del modulo SEC 13D, ai venti giorni che seguono la compilazione, il mercato registra un aumento della negoziazione dei titoli della compagnia bersaglio, unito a un incremento del ritorno medio di tali azioni che si aggira intorno al 7%. Inoltre, viene dimostrato che non esiste evidenza di un crollo del ritorno medio di tali titoli nell'anno successivo all'annuncio<sup>180</sup>.

---

<sup>177</sup> *"Block share purchases and corporate performance"* (Bethel & Liebeskind & Opler, 1998)

<sup>178</sup> Per approfondimenti vedi *"The impact of hedge fund activism: Evidence and implications"* (Coffee & Palia, 2014)

<sup>179</sup> Si segnala inoltre un interessante articolo di Steve Denning, pubblicato su Forbes il 15 Febbraio 2015. Nell'articolo, Denning risponde a una precedente analisi apparsa pochi mesi prima sul "The Economist", nel quale si definiva l'attivismo dei fondi hedge come "una boccata di aria fresca". Denning afferma che in realtà l'attivismo di questi fondi istituzionali è un fenomeno negativo, per le seguenti ragioni:

- L'orizzonte temporale dei fondi hedge è errato, poiché è limitato solamente a uno o due anni. Per questo motivo, non ci può essere creazione di valore, bensì si ha distruzione di valore;
- L'obiettivo dei fondi hedge è di estrarre valore dalla compagnia, il che rallenta inevitabilmente la crescita dell'impresa;
- Gli hedge fund si pongono, tramite i movimenti attivisti, di esportare la loro visione di breve termine anche al management. Questo genera distruzione di valore;
- L'attivismo degli hedge fund genera l'attivazione di meccanismi di difesa da parte dei manager, che quindi vengono fuorviati dal loro vero e unico scopo, ossia la gestione dell'impresa;
- Infine, secondo Denning, i manager dei fondi hedge non hanno alcun interesse nella crescita economica del paese.

<sup>180</sup> *"Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance"*, Journal of Finance (Brav & Jiang & Partnoy & Thomas, 2008)

#### **4. UN'ANALISI DEI TREND DELLE RECENTI PROXY SEASON DELLE SHAREHOLDER PROPOSALS PER LE IMPRESE DELLA FORTUNE 250**

In questo capitolo conclusivo verrà presentata un'analisi numerica che si pone l'obiettivo di studiare i trend delle shareholder proposals delle recenti proxy seasons. Si analizzeranno perciò tutte le shareholder proposals arrivate alla fase dei proxy ballots tra il 2011 e il 2014 relative alle imprese che fanno parte della lista Fortune 250: ci si concentrerà sulla tipologia di proposte, sull'incidenza che quest'ultime hanno avuto, sulla partecipazione al voto degli azionisti e sul tasso di successo riscontrato nel periodo esaminato. Le shareholder proposals pervenute durante questo periodo verranno divise per tipologia (Corporate Governance, Executive Compensation e Politiche Sociali), in modo tale da capire in quale direzione si sono diretti gli sforzi degli investitori attivisti. Si cercherà di capire quali siano le finalità perseguite da chi presenta una shareholder proposal, quali sono le principali richieste e come queste sono mutate nel corso degli anni. Infine, si prenderanno in considerazione gli sponsor delle shareholder proposals: verrà spiegata l'importanza dei corporate gadflies tramite l'analisi del numero di proposte presentate e del relativo tasso di successo.

Il dibattito sull'efficacia dei movimenti di shareholder activism in U.S.A. è come non mai di attualità tra gli studiosi della Corporate Governance statunitense. Qual è l'incidenza delle shareholder proposals presentate dagli investitori attivisti? Quante sono in media le proposte presentate in un anno, quante di queste vengono votate, e quante ricevono il voto di maggioranza necessario per la loro approvazione? Qual è il tasso di successo delle shareholder proposals e qual è stata la sua evoluzione nel corso degli anni? Quali finalità motivano la presentazione delle shareholder proposals, quali sono gli argomenti di principale interesse e come è mutato negli anni l'oggetto delle richieste? Infine, quali sono gli sponsor principali delle proposals? Quali sono gli investitori più "attivi" e in media quante proposte presentano in un anno?

In questo capitolo si proverà a dare, tramite un'analisi numerica, una risposta a queste domande, in modo tale da fornire una valutazione circa l'efficacia dei movimenti di shareholder activism. Come campione sono state selezionate le 250 imprese facenti parte della lista Fortune 250, la quale classifica le imprese statunitensi in base ai ricavi lordi registrati al termine dell'anno precedente. Il periodo di riferimento scelto è quello intercorrente tra il 2011 e il 2014<sup>181</sup>: nel 2010 il governo Obama ha infatti approvato il 'Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act', entrato in vigore nel 2011, il quale raccoglie una vasta serie di norme federali tese a ridurre il rischio che si verifichi nuovamente quanto accaduto nel 2008. All'interno del Dodd-Frank Act, la Section 951<sup>182</sup> impone degli advisory votes (votazioni non vincolanti le quali vengono tuttavia tenute da conto dai Compensation Committees) da parte degli shareholder riguardo le tematiche della executive compensation e dei golden parachutes a cadenze regolari. Per questo motivo, le shareholder proposals incentrate proprio sugli advisory votes

---

<sup>181</sup> Non si è potuto estendere l'analisi al 2015 poiché i dati non sono ancora definitivi.

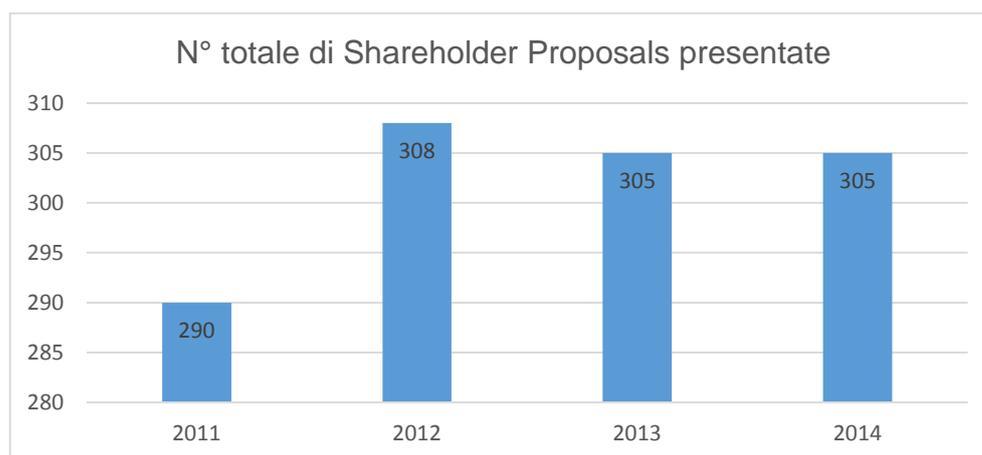
<sup>182</sup> Dal 'Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act', Sezione 951: "*Section 951 requires advisory votes of shareholders about executive compensation and golden parachutes. This section also requires specific disclosure of golden parachutes in merger proxies. This section further requires institutional investment managers subject to Section 13(f) of the Securities Exchange Act to report at least annually how they voted on these advisory shareholder votes*".

riguardanti la remunerazione degli executive e i paracadute d'oro sono sparite a partire dal 2011, poiché già previste per legge. Questo tipo di proposal rappresentavano in media circa il 10% delle proposals totali presentati tra il 2006 e il 2011, perciò si è deciso di limitare l'analisi agli anni successivi al 2010 per avere una comparazione più oggettiva e per tracciare un'evoluzione il più coerente possibile. I dati sono tratti dai database di [www.proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org) e [www.proxypreview.org](http://www.proxypreview.org), salvo diversa specificazione.

#### **a) PROPOSALS PRESENTATE E PROPOSALS RITIRATE**

Il seguente grafico riporta il numero totale di shareholder proposals presentate durante il periodo preso in esame, suddivise per tipologia di proposta.

#### **GRAFICO 4.1**



Elaborazione personale

Il Grafico 4.2 mostra invece il numero medio di shareholder proposals per impresa.

#### **GRAFICO 4.2**



Elaborazione personale

Questi grafici mostrano solamente le proposals effettivamente presenti sui proxy ballots. Vi è tuttavia una parte di shareholder proposals che non sono arrivate alla votazione, per i seguenti motivi:

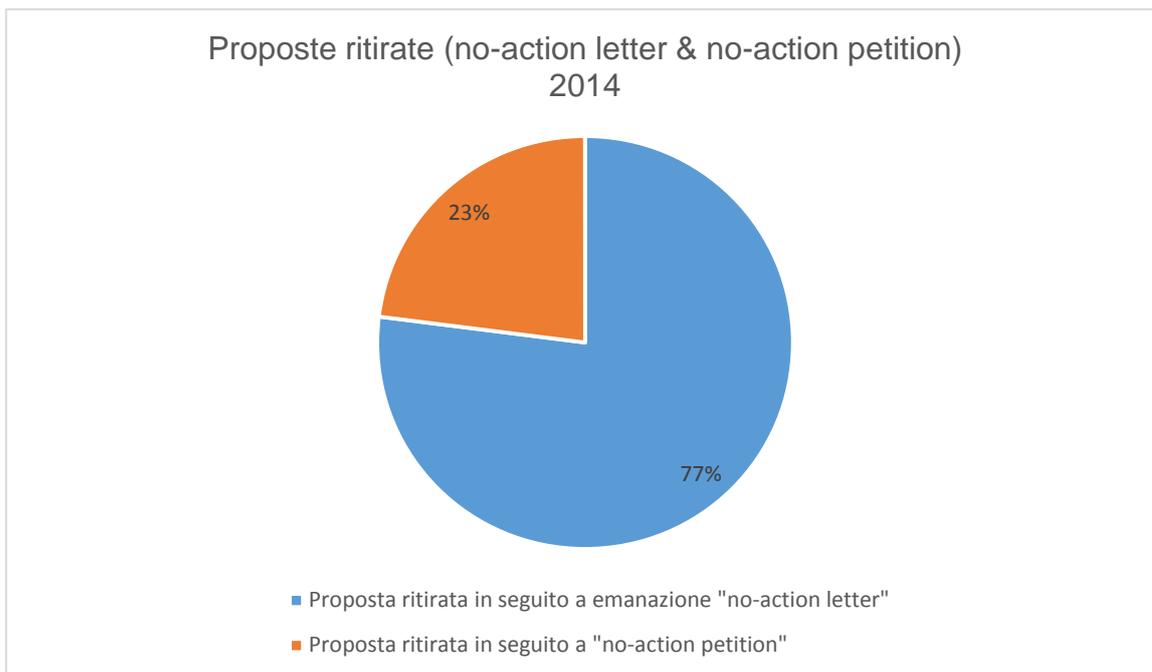
- La proposta è stata ritirata poiché è stato trovato un accordo preventivo
- La proposta è stata ritirata in seguito all’approvazione della SEC di una “no-action letter”<sup>183</sup>
- La proposta è stata ritirata subito dopo la presentazione di una “no-action petition”

Il seguente grafico mostra il numero di proposals ritirate in seguito a una “no-action petition”<sup>184</sup>

### GRAFICO 4.3

<sup>183</sup> Se il management ritiene che una shareholder proposal violi le leggi federali, può proporre una “no-action petition” alla SEC, la quale accerterà (o meno) la sussistenza dei requisiti necessari della proposta. Qualora la SEC ritenga la proposta valida, emetterà una “no-action letter”, la quale conferma che la SEC non intraprenderà azioni legali nel caso la proposta venga esclusa.

<sup>184</sup> I dati relativi alle proposte ritirate in seguito a no-action letters e no-action petitions sono pubblici.



Elaborazione personale

Per quanto riguarda invece il numero di proposals presentate e poi ritirate, non esiste un set di dati dal quale ricavare un'analisi poiché è impossibile tenere conto di tutte le proposte presentate. Spesso infatti queste vengono presentate al solo fine di "tenere sulla corda" il management, o per poter magari trovare un accordo preventivo che possa evitare i tempi, i costi e l'incertezza sull'esito delle shareholder proposals. Proxymonitor.org ha condotto un sondaggio al termine del 2013 per cercare di stimare quante proposte vengano ritirate prima della votazione<sup>185</sup>. I risultati riportano che alle dieci principali compagnie della Fortune 250 vengono presentate all'incirca il 77% di proposte in più rispetto a quelle effettivamente votate. Questo dato testimonia l'importanza delle shareholder proposals come strumento di dialogo con il management.

## **b) PARTECIPAZIONE AL VOTO DEGLI SHAREHOLDER E TASSO DI SUCCESSO DELLE PROPOSALS**

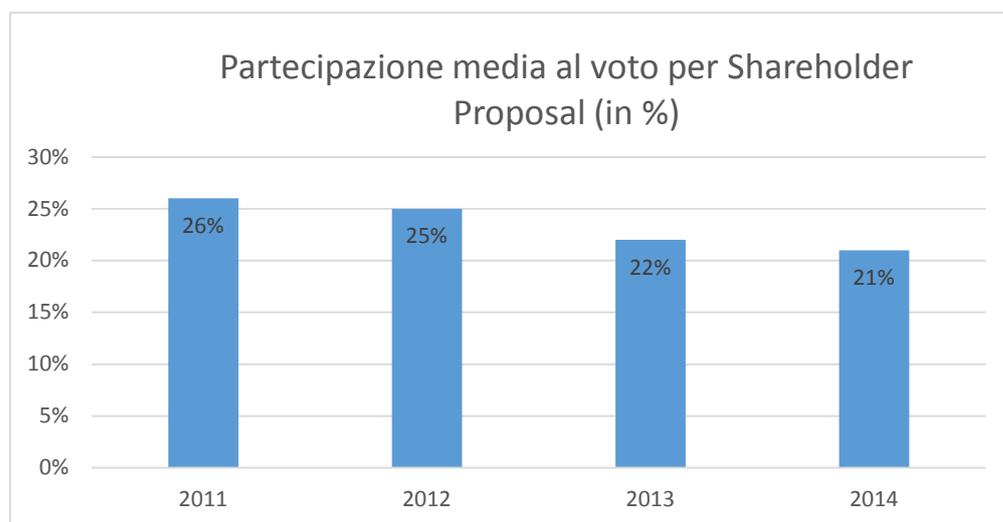
Lo step successivo dell'analisi è quello di ricavare delle percentuali che ci permettono di quantificare la partecipazione al voto degli shareholder e ossia

<sup>185</sup> Sono escluse le proposte ritirate in seguito alla presentazione di una no-action petition o alla concessione di una no-action letter.

quante proposte hanno in media ricevuto il supporto della maggioranza (almeno il 51%).

I dati ricavati mostrano un trend discendente, come evidenziato dai seguenti grafici.

**GRAFICO 4.4**



Elaborazione personale

**GRAFICO 4.5**



Elaborazione personale

La seguente tabella mostra la variazione percentuale di shareholder proposals con almeno il 51% di voti a favore rispetto all'anno precedente.

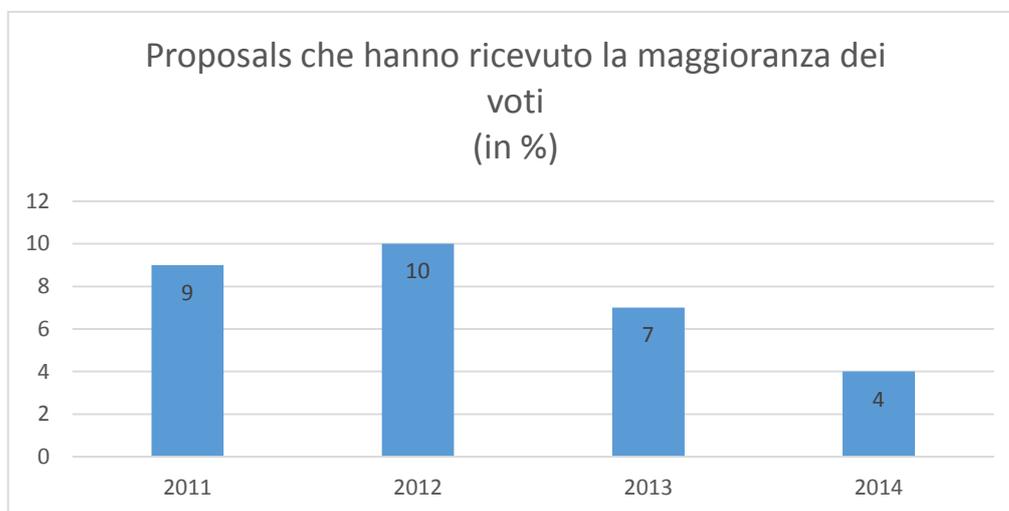
**TABELLA 4.6**

	2011	2012	2013	2014
<b>Proposals con almeno il 51% di voti a favore</b>	24	28	19	10
<b>Delta</b>		+4	-9	-9
<b>Delta (%)</b>		+17%	-32%	-47%

Elaborazione personale

Il grafico seguente mostra invece la percentuale di proposals che hanno ricevuto il voto di maggioranza rispetto al totale delle shareholder proposals che sono arrivate alla fase dei proxy ballots.

#### GRAFICO 4.7



Elaborazione personale

Se si considerano anche gli anni pre-2011, la differenza diventa ulteriormente marcata: la media delle proposals che hanno ricevuto il voto di maggioranza tra il 2007 e il 2010 è pari al 12%, mentre quella tra il 2011 e il 2014 raggiunge solamente il 7,5%.

I motivi di questo trend decrescente possono essere individuati nei seguenti punti:

- Rispetto al periodo pre-2011 si è ridotta notevolmente la tendenza a presentare proposte tese a eliminare gli staggered boards le quali, invece, riscontravano un notevole apprezzamento da parte degli shareholder
- Sono diminuite notevolmente anche le proposte tese a richiedere l'approvazione di una maggioranza (talvolta anche qualificata) per l'elezione del singolo director

Il numero di queste proposte si è ridotto non perché è scemato l'interesse nei confronti di questi due obiettivi, ma perché è mutato l'atteggiamento delle imprese nei confronti di queste tematiche. Il numero di compagnie che presentano staggered boards è diminuito significativamente<sup>186</sup>, così come è aumentato notevolmente il numero di imprese che richiedono una maggioranza qualificata per l'elezione dei directors.

Infine, la tendenza a cercare un accordo preventivo tra impresa e shareholder è in netto aumento, poiché come detto in precedenza il raggiungimento di un'intesa preventiva consente di evitare l'intraprendimento di quel processo lungo, costoso e incerto dei proxy ballots.

### **c) TIPOLOGIA DELLE SHAREHOLDER PROPOSALS**

Le shareholder proposals possono tese ad un ampio novero di obiettivi: un miglioramento delle condizioni di lavoro degli impiegati, una politica ambientale più rispettosa della natura, le spese politiche, il lobbying, la richiesta di assemblee straordinarie, i proxy access, il tentativo di delegittimare il board e via dicendo.

I seguenti grafici rappresentano tutte le shareholder proposals che sono riuscite ad arrivare alla fase dei proxy ballots tra il 2011 e il 2014 (sono perciò escluse tutte quelle ritirate prima di tale evento), suddivise per tipologia.

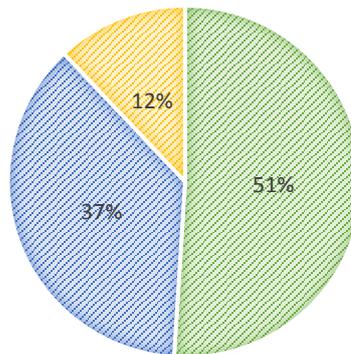
#### **GRAFICO 4.8**

---

<sup>186</sup> Secondo l'Harvard Shareholders Rights Project, il 67% circa delle compagnie dello S&P 500 che presentavano uno staggered board nel 2012 hanno ora eliminato tale pratica.

## TIPOLOGIA DI SHAREHOLDER PROPOSALS (2011)

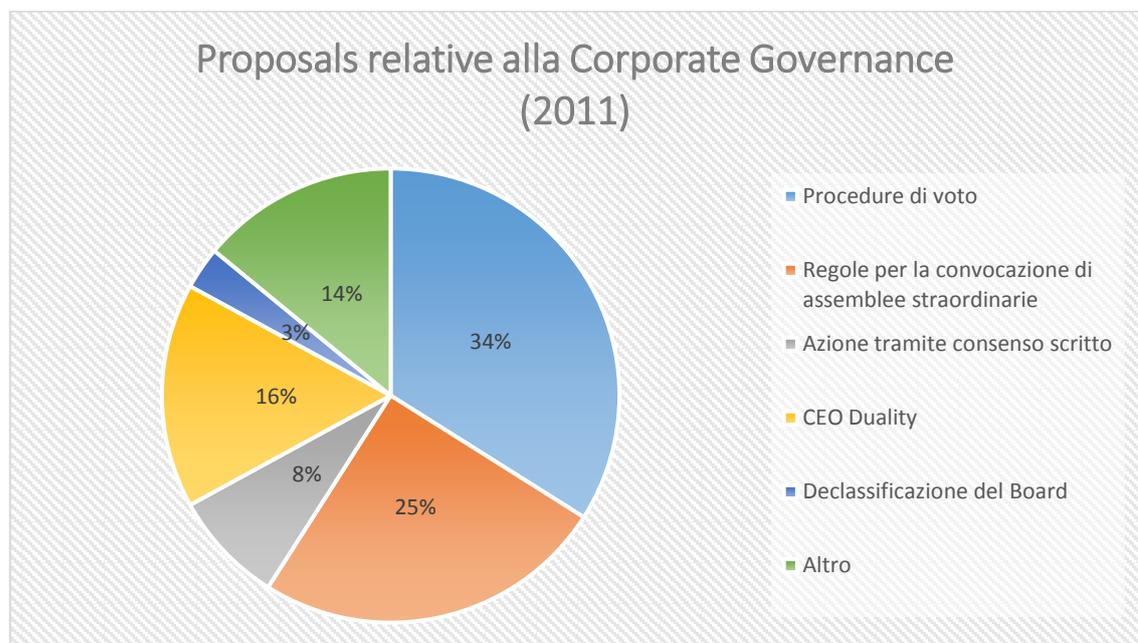
■ Politiche sociali ■ Corporate Governance ■ Executive Compensation



Elaborazione personale

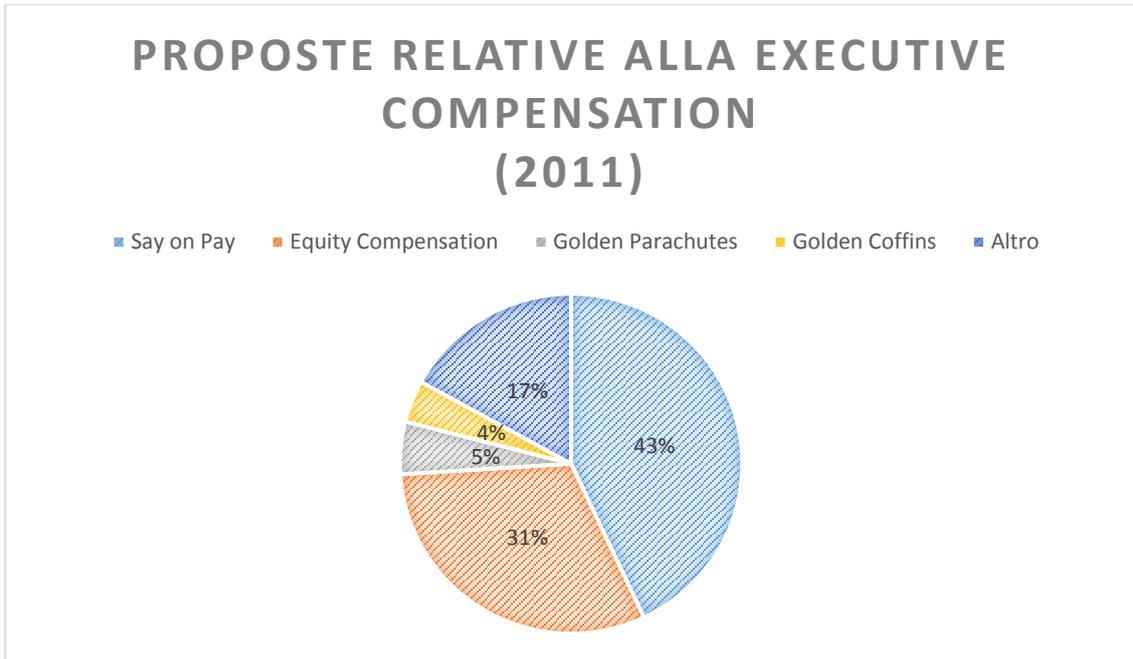
I seguenti due grafici mostrano come sono state suddivise le proposte relative alla Corporate Governance e alla Executive Compensation

### GRAFICO 4.9



Elaborazione personale

**GRAFICO 4.10**



Elaborazione personale

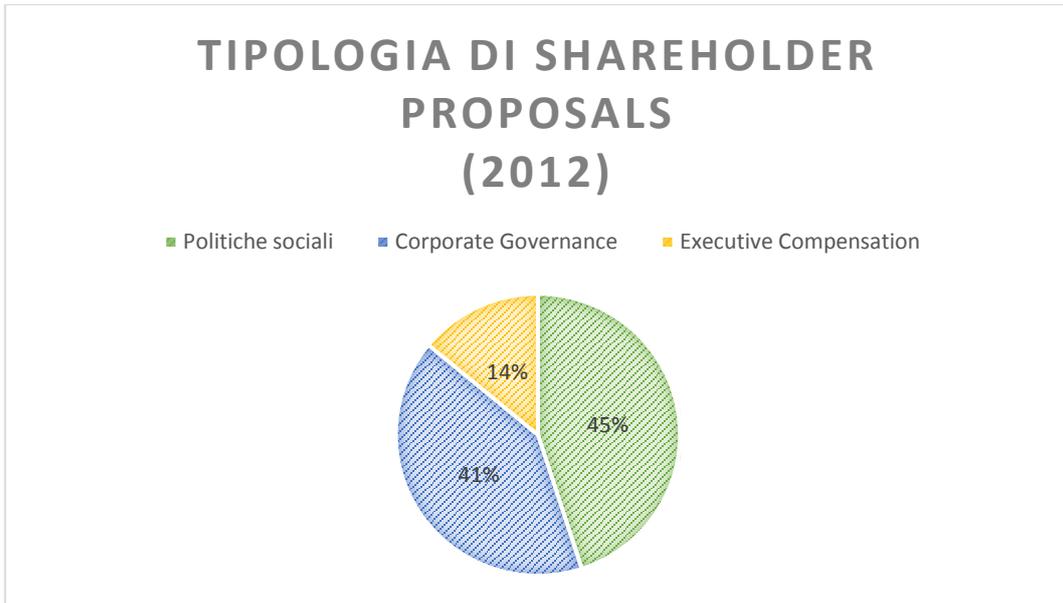
L'analisi del Grafico 4.8 mostra come più della metà delle proposte totali del 2011 siano state dirette alle politiche sociali. Tuttavia, il tasso di successo relativo a tali proposte è stato dello 0%, come si evince dal Grafico 4.10.

**GRAFICO 4.11**



Elaborazione personale

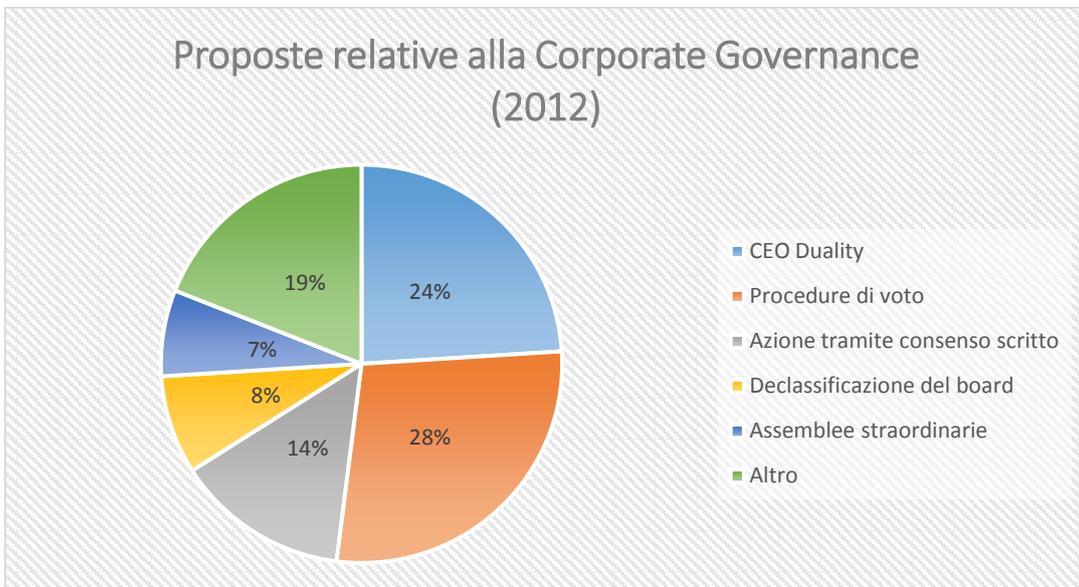
**GRAFICO 4.12**



Elaborazione personale

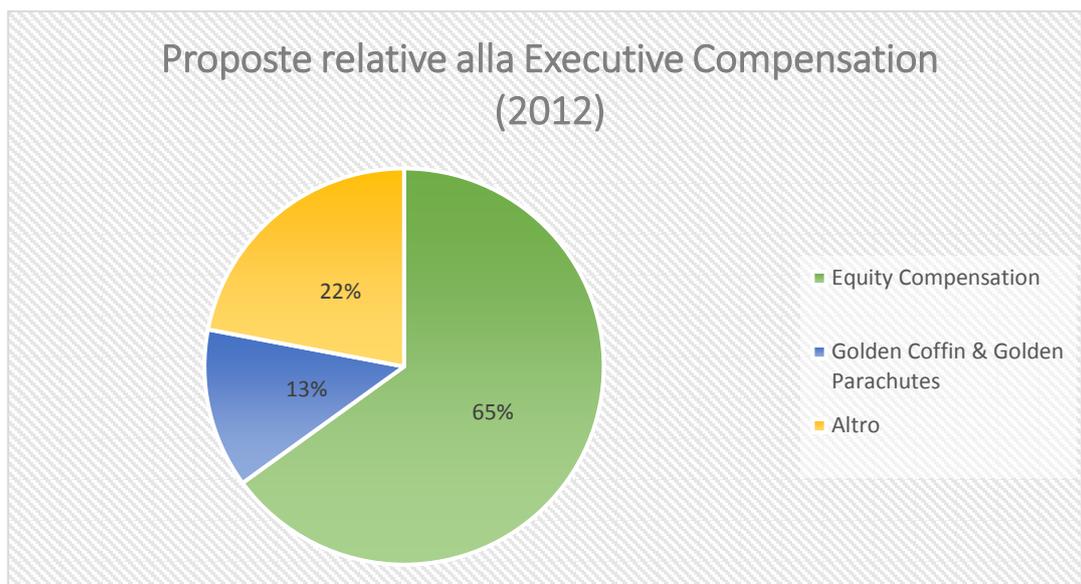
I seguenti due grafici mostrano come sono state suddivise le proposte relative alla Corporate Governance e alla Executive Compensation

**GRAFICO 4.13**



Elaborazione personale

**GRAFICO 4.14**



Elaborazione personale

Nonostante il 45% delle shareholder proposals del 2012 hanno riguardato le politiche sociali, in linea con quanto successo l'anno precedente nessuna di queste è stata approvata. Nel 2012 è proseguito il trend decrescente, già iniziato nel 2011, riguardante il numero di proposte che hanno ricevuto il voto di maggioranza. Ma se, come detto in precedenza, la diminuzione tra il 2010 e il 2011 può essere parzialmente giustificata dall'entrata in vigore della Section 951 del Dodd-Frank Act (questo tipo di proposte rappresentavano all'incirca il 10% di quelle approvate ogni anno), il calo registrato tra il 2011 e il 2012 (-9 proposte approvate, calo del 40% circa in un solo anno) non presenta invece giustificazioni legate a cambiamenti della normativa federale.

**TABELLA 4.15**

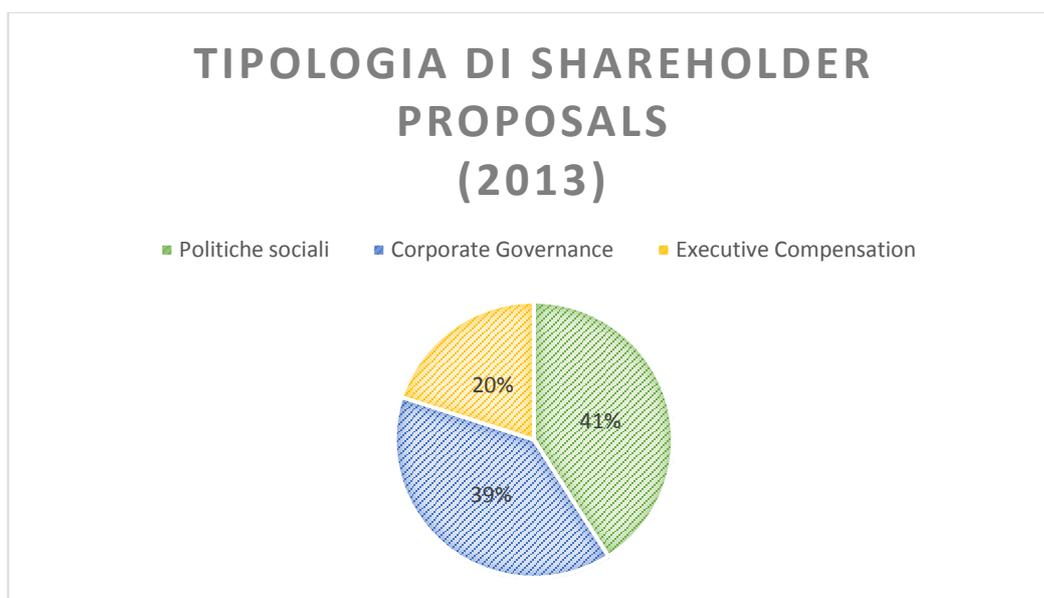
	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Proposals approve</b>	23	14
<b>Delta (%)</b>		-39%

Elaborazione personale

Il 2012 è stato inoltre caratterizzato da una peculiarità: durante questa proxy season sono infatti state approvate solamente shareholder proposals relative alla

Corporate Governance, mentre le proposte relative alla Executive Compensation e alle Politiche Sociali sono state tutte rigettate.

**GRAFICO 4.16**



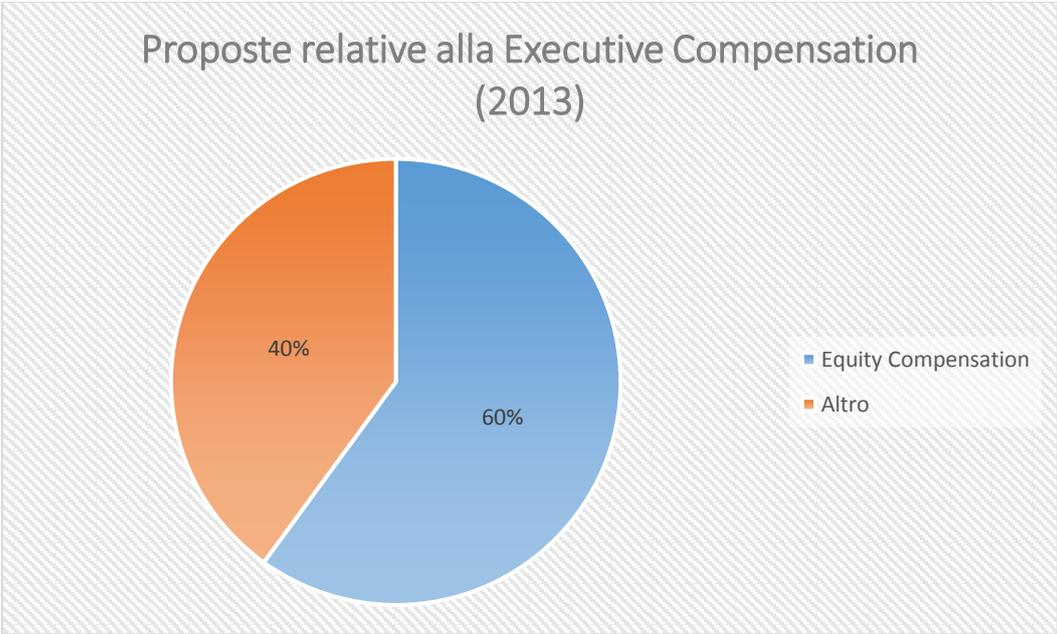
Elaborazione personale

**GRAFICO 4.17**



Elaborazione personale

**GRAFICO 4.18**



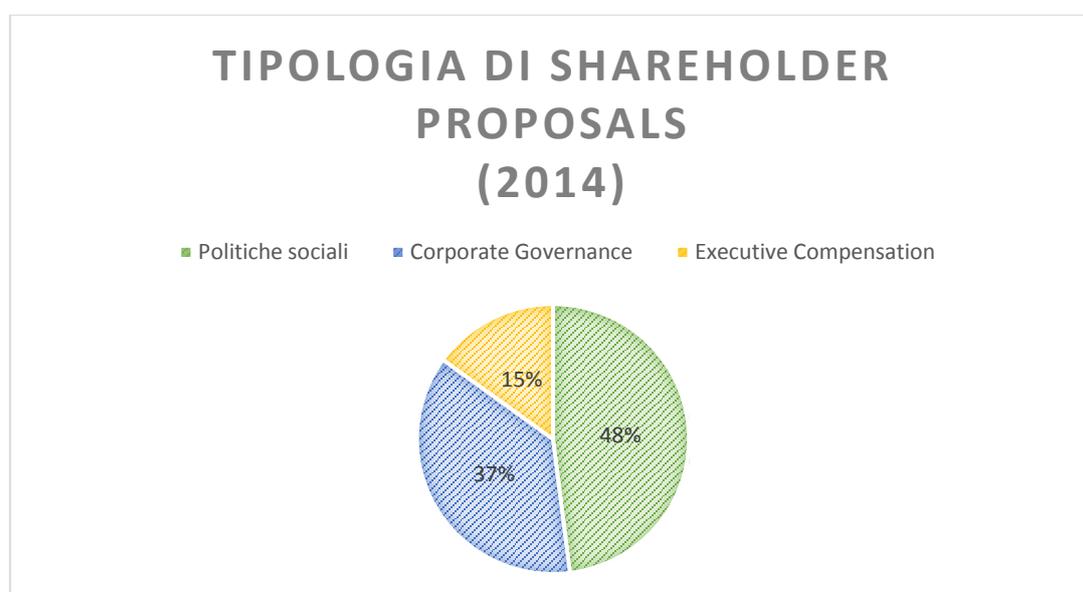
Elaborazione personale

Su 305 proposte totali arrivate alla fase dei proxy ballots, solamente 22 sono state approvate, per un tasso di successo di poco superiore al 7% (il più basso dal 2006, anno della costituzione del database di proxymonitor.org).

Le tipologie di proposals che hanno ricevuto il voto di maggioranza sono state esclusivamente quelle riguardanti la declassificazione del board e le procedure di voto, le quali si sostanziano nella richiesta di una maggioranza qualificata (e non più della maggioranza semplice) per l'elezione dei directors.

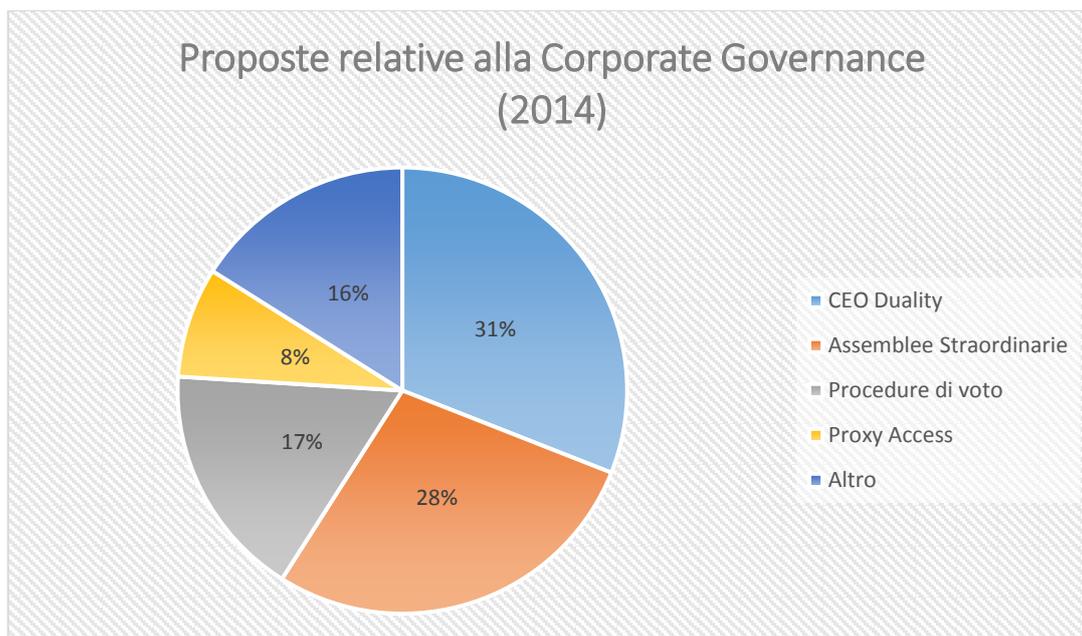
Per quanto riguarda la partecipazione al voto, il 2013 ha confermato il trend decrescente iniziato nel 2010: solamente il 22% degli aventi diritto hanno espresso il loro voto, percentuale in lieve calo (poco più dell'1% in meno) rispetto al 2012.

#### GRAFICO 4.19



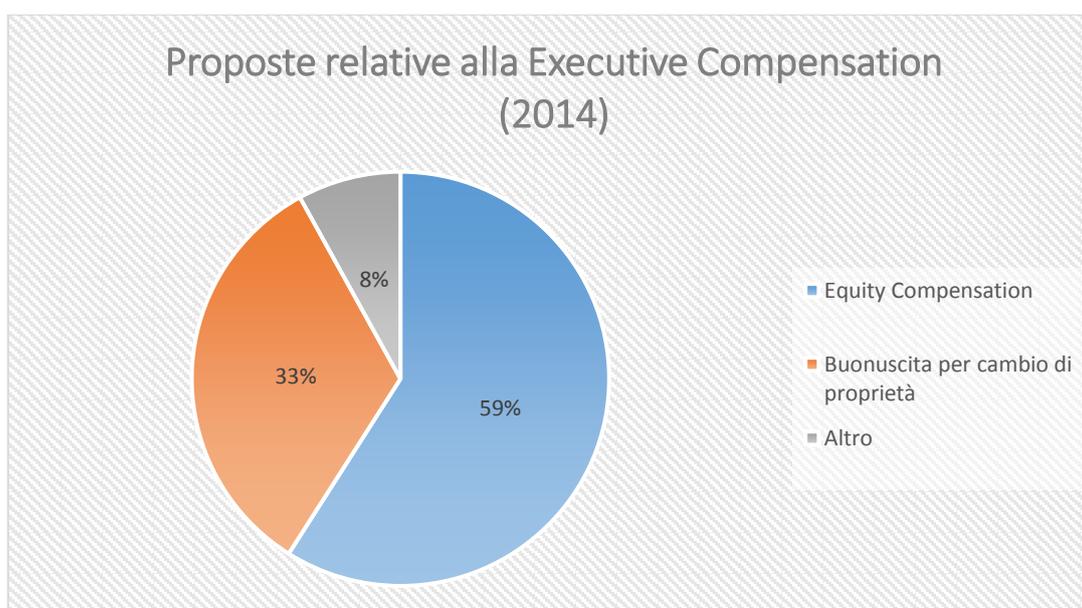
Elaborazione personale

**GRAFICO 4.20**



Elaborazione personale

**GRAFICO 4.21**



Elaborazione personale

Nel 2014, 10 proposte su 305 totali arrivate ai proxy ballots hanno ricevuto il voto di maggioranza, per un tasso di successo del 3,3%. La suddivisione delle proposals vincenti per tipologia è la seguente:

- 7 per la Corporate Governance
- 2 per l'Equity Compensation
- 1 per le Politiche Sociali

Il tasso di successo per tipologia è invece riportato nella seguente tabella.

**TABELLA 4.22**

	<b>Proposte totali</b>	<b>Proposte con voto di maggioranza</b>	<b>Tasso di successo (in %)</b>
<b>Corporate Governance</b>	113	7	6,20%
<b>Executive Compensation</b>	46	2	4,35%
<b>Politiche Sociali</b>	146	1	0,70%

Elaborazione personale

#### **d) SPONSOR DELLE SHAREHOLDER PROPOSALS**

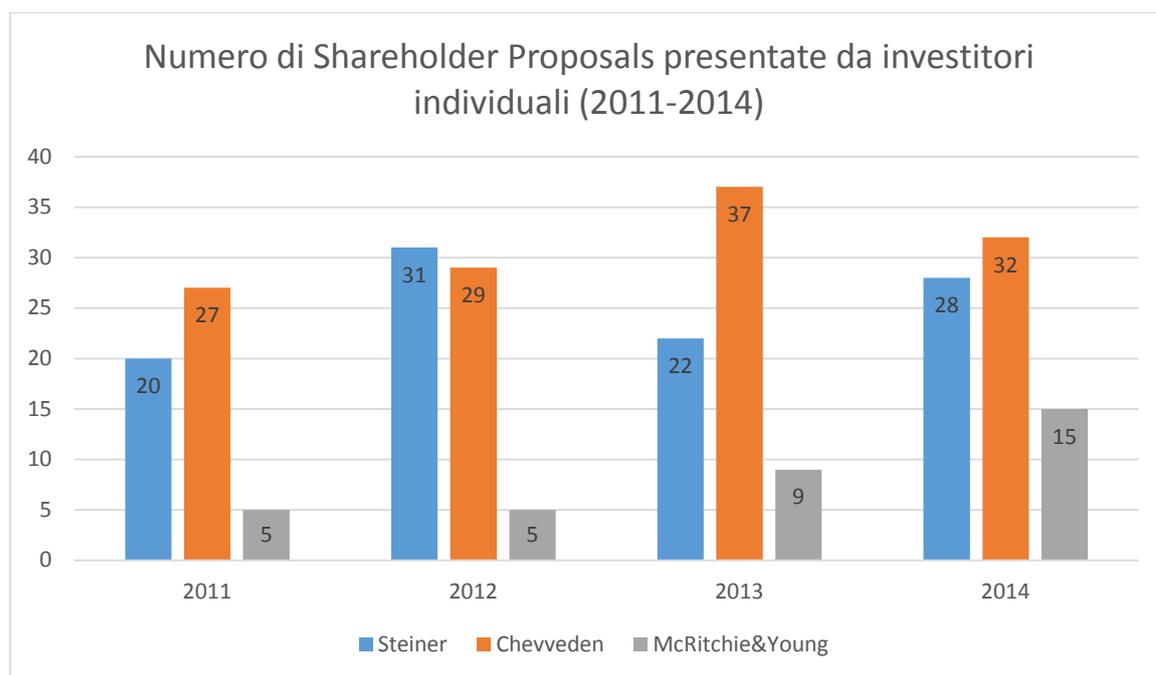
I più importanti sponsor delle shareholder proposals sono gli hedge fund e i corporate gadflies (investitori individuali), mentre i fondi pensione tendono ad avere un atteggiamento *docile* che li fa propendere verso il dialogo preventivo piuttosto che verso la presentazione di una proposal<sup>187</sup>. Avendo già trattato il caso dei fondi hedge nel terzo capitolo, ci soffermeremo esclusivamente sugli investitori individuali.

Il seguente grafico mostra il numero di shareholder proposals presentate tra il 2011 e il 2014 dai primi tre investitori individuali degli U.S.A. di questo periodo: John Chevveden, William & Kenneth Steiner e James McRitchie & Myra Young<sup>188</sup>.

<sup>187</sup> L'eccezione è rappresentata dal New York State Common Retirement Fund, il quale ha sponsorizzato 47 proposals nel periodo 2011-2014.

<sup>188</sup> Evelyn Davis e la Famiglia Rossi sono stati inattivi negli ultimi due anni.

**GRAFICO 4.23**



Elaborazione personale

Utilizzando questi dati, si ricava l'incidenza di questi tre gadfly investors sul numero totale di shareholder proposals presentate ogni anno.

**TABELLA 4.24**

	Proposals totali presentate	Proposals presentate da gadfly investors	Incidenza delle proposals presentate da gadfly investors (in %)
<b>2011</b>	290	52	18%
<b>2012</b>	308	65	21%
<b>2013</b>	305	68	22%
<b>2014</b>	305	75	25%

Elaborazione personale

Questi dati confermano l'importanza degli investitori individuali: nel 2014 una shareholder proposal su quattro è stata presentata da uno dei tre gadfly investors. Il tasso di successo delle proposte presentate da questi investitori nel 2014 è stato

pari all'8%: 6 shareholder proposals su 75 presentate hanno ricevuto il voto di maggioranza, dato che assume ulteriore rilevanza se si considera che delle 10 shareholder proposals approvate in totale nel 2014, ben 6 provenivano dai gadfly investors. Questo significa che il 60% del totale delle shareholder proposals approvate nel 2014 provenivano dai tre maggiori investitori individuali degli U.S.A.

## **CONCLUSIONI**

La shareholder proposal è uno degli strumenti principali tramite il quale si manifesta l'attivismo degli shareholder negli Stati Uniti d'America. Tramite le shareholder proposals gli investitori attivisti possono provare a indirizzare la gestione dell'impresa, offrendo la possibilità agli azionisti di "far sentire la propria voce".

Negli ultimi 20 anni il tema dello shareholder activism e, in particolare, delle shareholder proposals è stato ampiamente dibattuto tra gli studiosi statunitensi: sono stati svolti un ampio numero di studi tesi a fornire alcune risposte relative a tale fenomeno. Tra le finalità maggiormente perseguite da questi studi vi è quella di individuare quali siano i trend delle shareholder proposals, qual è il tasso di successo di queste proposte e in quale direzione si sta andando.

L'analisi effettuata nell'ultimo capitolo si concentra proprio su quest'aspetto: studiare i trend delle ultime proxy season (si è preso in considerazione il periodo 2011-2014 utilizzando il campione delle imprese facenti parte della lista Fortune 250), quantificare il livello di sostegno degli azionisti nei confronti di queste proposte tramite l'analisi della partecipazione al voto e osservare i tassi di successo delle shareholder proposals (ossia il numero di proposte che hanno ricevuto almeno il 51% dei voti a favore).

La prima conclusione che si può trarre dallo studio condotto riguarda l'andamento del livello di partecipazione al voto degli azionisti, il quale risulta in evidente calo: nonostante il numero di proposals presentate sia aumentato nel corso del periodo esaminato, la già bassa percentuale di voti per proposta presentata del 2011 (pari al 26%) è calata al 21% nel 2014, che rappresenta il minimo storico mai registrato. In linea con tale trend decrescente è anche il tasso di successo delle proposals, ossia la percentuale di proposte che hanno ricevuto il voto di maggioranza e sono state perciò effettivamente introdotte.

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Proposals con almeno il 51% di voti a favore</b>	24	28	19	10
<b>Delta</b>		+4	-9	-9
<b>Delta (%)</b>		+17%	-32%	-47%

La tabella ci mostra l'evoluzione del numero di proposals che hanno ricevuto almeno il 51% dei voti a favore tra il 2011 e il 2014, con tanto di relative variazioni unitarie e percentuali.

I motivi di questo trend decrescente possono essere individuati nei seguenti punti:

- Rispetto al periodo pre-2011 si è ridotta notevolmente la tendenza a presentare proposte tese a eliminare gli staggered boards le quali, invece, riscontravano un notevole apprezzamento da parte degli shareholder
- Sono diminuite notevolmente anche le proposte tese a richiedere l'approvazione di una maggioranza (talvolta anche qualificata) per l'elezione del singolo director

Il numero di queste proposte si è ridotto non perché è scemato l'interesse nei confronti di questi due obiettivi, ma perché è mutato l'atteggiamento delle imprese nei confronti di queste tematiche. Il numero di compagnie che presentano staggered boards è diminuito significativamente, così come è aumentato notevolmente il numero di imprese che richiedono una maggioranza qualificata per l'elezione dei directors.

Infine, la tendenza a cercare un accordo preventivo tra impresa e shareholder è in netto aumento e rappresenta la soluzione preferita sia dagli azionisti che dal management, poiché il raggiungimento di un'intesa preventiva consente di evitare l'intraprendimento di quel processo lungo, costoso e incerto dei proxy ballots.

L'analisi della tipologia di proposals presentate fornisce una risposta relativa alla domanda "quali sono le finalità degli investitori attivisti?". Come si evince dalla tabella riassuntiva proposta, gli obiettivi perseguiti durante il periodo esaminato sono rimasti più o meno invariati.

	Poltiche Sociali	Corporate Governance	Executive Compensation
2011	51%	37%	12%
2012	45%	41%	14%
2013	41%	39%	20%
2014	48%	37%	15%

Le shareholder proposals riguardanti tematiche sociali, quali ad esempio l'inquinamento, la tutela dei diritti dei lavoratori, la tutela degli animali, sono state le più frequenti durante l'arco temporale considerato. Tuttavia, in questi quattro anni solamente una shareholder proposal riguardante le politiche sociali (diritti

degli animali) è stata approvata nel 2014, mentre negli altri tre anni il tasso di successo di tali proposals è stati pari allo 0%.

Le shareholder proposals riguardanti la Corporate Governance sono invece state quelle che hanno riscontrato il tasso di successo più alto. Delle proposte passate nel 2014, il 70% riguardavano la Corporate Governance. Tuttavia, nel 2014 si è assistito a un lieve calo di tale tipo di proposals (37% contro il 39% di media degli ultimi quattro anni) a favore di un aumento delle proposals relative alla Executive Compensation. Le shareholder proposals relative alla compensation si sono ovviamente ridotte notevolmente rispetto al periodo precedente l'introduzione del Dodd-Frank Act poiché, come detto, questa legge federale ha reso obbligatorio il voto degli shareholder su alcune tematiche riguardanti l'Executive Compensation (quali golden parachutes e golden coffins), perciò è venuto meno un buon numero di proposals che invece rappresentavano un'importante fetta del totale delle proposte approvate. Tuttavia, nel periodo 2011-2014 si è registrato un trend in graduale aumento per quanto riguarda le tematiche della Executive Compensation, fatta eccezione per il 2014, anche se i tassi di approvazione di tali proposals rimangono molto bassi (solamente due proposte su dieci totali approvate nel 2014 riguardavano la compensation).

L'ultima parte dell'analisi ha preso in considerazione gli sponsor delle shareholder proposals. E' stata dimostrata l'importanza dei cosiddetti corporate gadfly investors:

John Chevveden, William & Kenneth Steiner e James McRitchie & Myra Young sono stati, nel periodo esaminato, i tre investitori individuali più attivi degli U.S.A.

La rilevanza di questi corporate gadflies è stata messa in risalto tramite il calcolo dell'incidenza del numero di shareholder proposals presentate da quest'ultimi sul numero totale di proposte presentate. Nel 2014 i tre investitori individuali hanno avuto un'incidenza del 25% sul totale, il che vuol dire che una proposta su quattro è stata presentata da Chevveden, Steiner o McRitchie & Young. Se si considera il periodo 2006-2014<sup>189</sup>, l'incidenza dei cinque corporate gadflies<sup>190</sup> aumenta al 28%.

---

<sup>189</sup> La raccolta dati del database di proxymonitor.org inizia nel 2006.

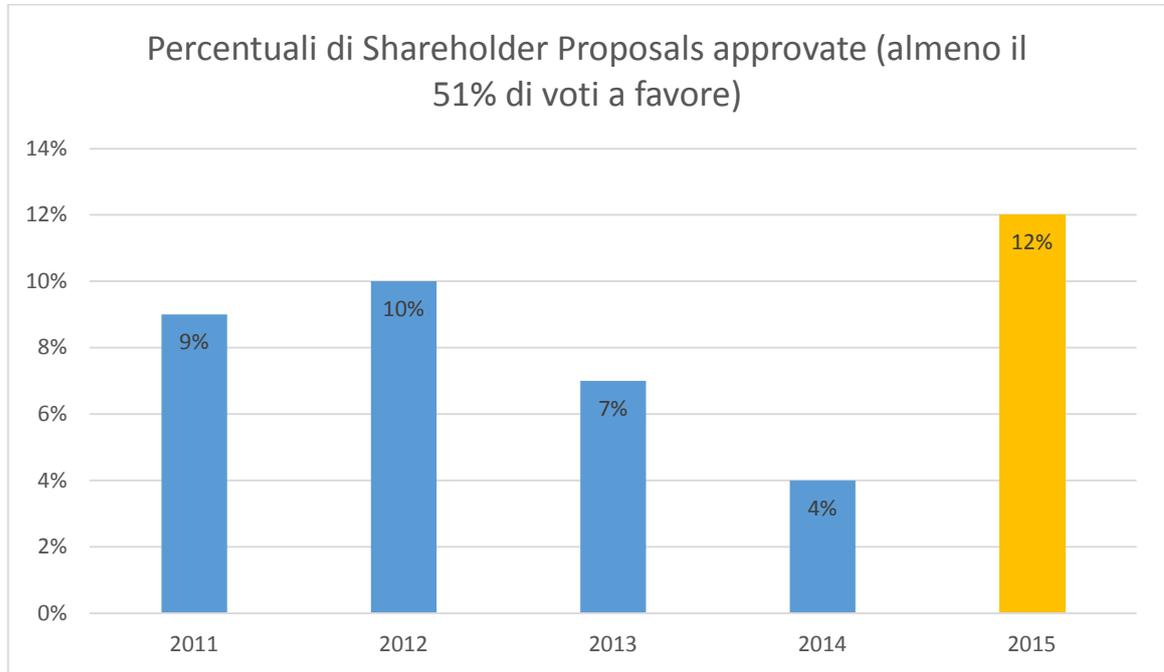
<sup>190</sup> In questo caso bisogna considerare anche Evelyn Davis e la Famiglia Rossi

Il modus operandi dei gadfly investors è sostanzialmente lo stesso, a prescindere da quale investitore viene considerato: vengono messe nel mirino un elevato numero di società le quali si ritiene abbiano un elevato potenziale, ma che sono mal gestite dal management. Una volta individuate le società, questi investitori iniziano ad “infastidire” il management (da qui deriva la scelta del termine gadfly, che significa tafano) durante le assemblee: vengono poste domande scomode al fine di mettere in difficoltà i manager, si cerca di evidenziare eventuali crepe nella gestione e, infine, si punta a raccogliere consensi tra gli azionisti. Quando i gadfly investors decidono di presentare una shareholder proposal, tendono a formalizzare le stesse richieste per più compagnie, utilizzando spesso un testo standard. Le aree maggiormente attenzionate sono quelle relative alla Executive Compensation e alla Corporate Governance, mentre i numeri dimostrano una scarsa attenzione nei confronti delle politiche sociali.

Analizzati i trend delle proxy seasons 2011-2014, a conclusione di questo lavoro si prova a dare una previsione di quanto potrà accadere nel 2015. Il numero di proposals presentate è aumentato negli ultimi anni, dopo aver toccato i minimi storici nel periodo post-crisi, quando le fondamenta dell'intero sistema finanziario (ma non solo) hanno subito un colpo ferale. La partecipazione al voto degli azionisti, come visto, ha subito un evidente calo a partire dal 2011: le spiegazioni di tale fenomeno possono essere ritrovate sia nel cambiamento intrapreso da alcune compagnie, le quali hanno apportato alcuni cambiamenti per meglio rispondere alle esigenze delle normative federali e degli shareholder (si pensi alla sempre meno diffusa tendenza a presentare staggered boards), sia in una sorta di perdita di fiducia degli azionisti nei confronti delle shareholder proposals. Come dimostrato, il tasso di introduzione di quest'ultime ha subito un pesante calo negli ultimi anni (nel 2014 è stato del 3,3%) perciò gli investitori preferiscono alcuni strumenti meno “incerti” e più economici, quali il dialogo preventivo con il management o anche magari alcune tattiche “sporche” consistenti ad esempio nel mettere in cattiva luce il management.

Il panorama della proxy season del 2015 sembra essere tuttavia diverso rispetto a quello degli ultimi anni. Proxymonitor.org ha infatti diffuso dei dati parziali,

aggiornati al 22 Maggio 2015, i quali fanno propendere verso una rinnovata fiducia degli azionisti nei confronti delle shareholder proposals.



Elaborazione personale. Fonte: proxymonitor.org

I dati utilizzati per la costruzione di questo grafico sono riferiti al 22 Maggio 2015, quando 186 compagnie su 250 avevano già tenuto l'assemblea annuale (la proxy season è iniziata il 15 Aprile). Si tratta di dati parziali, ma qualora questo trend dovesse confermarsi fino al termine della proxy season ci sarebbe una svolta interessante all'interno del panorama statunitense. Un tasso di approvazione del 12%, se confermato, rappresenterebbe il quarto miglior risultato di sempre dalla costituzione del database di proxymonitor.org, e rappresenterebbe un incremento dell'8% rispetto alla proxy season 2014: l'importanza delle shareholder proposals verrebbe così riaffermata con convinzione dopo qualche anno nel quale la perdita di fiducia degli shareholder nei confronti di questo strumento aveva fatto registrare dei trend altamente negativi.

## **BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA**

Bebchuk, Lucian A. & Fried, Jesse M. *“Pay without performance: The unfulfilled promise of Executive Compensation”*. Harvard University Press, 2006.

Bebchuk, Lucian A. & Fried, Jesse M., *“Pay Without Performance: Overview of the Issues”*. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 528, 2006.

Becht, Marco & Franks, Julian & Mayer, Colin & Rossi, Stefano. *"Returns to Shareholder Activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund"*. Oxford Journals, 2006.

Berle, Adolf A. & Means, Gardiner C. *"The modern corporation and private property."* New York: Harcourt, Brace and World, 1932.

Bethel, Jennifer E. & Liebeskind, Julia Porter & Opler, Tim. *"Block share purchases and corporate performance"*. The Journal of Finance, Volume 53, Issue 2, 1998.

Black, B.S. *"Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States"*, 1993.

Blair, Roger D. & Harrison, Jeffrey. *"Monopsony: Antitrust Law and Economics"*. Princeton University Press, 1993.

Brav, Alon & Jiang, Wei & Partnoy, Frank & Thomas, Randall. *"Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance"*. The Journal of Finance, Vol. LXIII, N°. 4, 2008.

Brennan, Michael J. *"Corporate Finance over the past 25 years"*. Financial Management, 1995.

Christoffersen, Susan Kerr & Geczy, Christopher & Reed, Adam V. & Musto, David K. *"Vote trading and information aggregation"*. AFA 2006 Boston Meetings Paper; Sixteenth Annual Utah Winter Finance Conference; ECGI - Finance Working Paper No. 141/2007.

Coffee, John C. *"Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor"*. Columbia Law Review, Vol. 91, No. 6, 1991.

Canyon, M. & Muldoon, M. *"The small world of corporate boards"*. Journal of Business Finance and Accounting, 2006.

David, René & Brierley, John E.C. *"Major legal systems in the world today"*. Stevens, 1985.

Davis, Gerald F. & Diekmann, Kristina A. & Tinsley, Catherine H. *"The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form"*. American Sociological Review, Vol. 59, No. 4, 1994.

Davis, Gerald F. & Thompson, Tracy A. *"A social movement perspective on corporate control"*. Administrative Science Quarterly, Vol. 39, No. 1, 1994.

Dechow, Patricia M. & Sloan, Richard G. *"Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation"*, Journal of Accounting and Economics, 1991.

Demsetz, Harold & Lehn, Kenneth. *"The structure of corporate ownership: causes and consequences"*, Journal of Political Economy, 1985.

Denis, Diane K. *"Twenty-five years of Corporate Governance research...and counting"* Review of Financial Economics, 2001, Vol. 10, issue 3.

Dobbin, Frank & Zorn, Dirk. "Corporate Malfeasance and the Myth of Shareholder Value, in Diane E. Davis (ed.) *Political Power and Social Theory (Political Power and Social Theory, Volume 17)* Emerald Group Publishing Limited, 2005.

Edmans, Alex & Manso, Gustavo. *"Governance through exit and voice: A theory of multiple blockholders"*, 2009.

Edmans, Alex. *"Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia."* The Journal Of Finance, Vol. LXIV, N°6, 2009.

Eisenberg, Melvin A. *"The structure of the corporation: a legal analysis."* Beard Books, 1976.

Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C. *"Separation of ownership and control"*. Foundations of organizational strategy, Harvard University Press, 1998, and Journal of Law and Economics, Vol. 26, June 1983.

Finer, Samuel E. *"The history of government from the earliest times, Vol. III"*, 1997.

Freeman, Edward R. *"Strategic Management: a stakeholder approach"*. Cambridge University Press, 1984.

Friedman, Milton. *"The social responsibility of business is to create its profits"*. The New York Times Magazine, September 13 1970.

Gillan, Stuart & Starks, Laura T. *"The evolution of Shareholder Activism in the United States"*, 2007.

Hall, Brian J. & Liebman, Jeffrey B. *"Are CEOs really paid like bureaucrats?"*. The quarterly Journal of Economics (1998) 113 (3) 653-691, 1998.

Hay, Bruce L. & Stavins, Robert N. & Vietor & Richard H.K. *"Environmental protection and the social responsibility of firms: perspectives from Law, Economics and Business"*, 2010.

Holmstrom, Bengt & Kaplan, Steven N. *"Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: making sense of the 1980s and 1990s"*. NBER Working Paper No. 8220, 2001

Holmstrom, Bengt & Kaplan, Steven N. *"The State of U.S. Corporate Governance: what's right and what's wrong"*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 15, Issue 3, pages 8-20, 2003.

Hoskisson, Robert E. & Castleton, Mark W. & Withers, Michael C. *“Complementarity in monitoring and bonding: more intense monitoring leads to higher executive compensation”*, Academy of Management Perspectives, 2009.

Hu, Henry T.C. & Black, Bernard. *“Hedge funds, insiders and empty voting: Decoupling of economic and voting ownership in public companies”* University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 53, 2006.

Huynh, Tony. *“A quick and dirty history of shareholder activism”*, Berkeley Business Law Journal, 2010.

Jackson, Gregory. *“Understanding Corporate Governance in the United States: an historical and theoretical reassessment”*. Arbeitspapier 223, 2010.

Jackson, Gregory & Miyajima, Hideaki. *“Varieties of Capitalism, varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA”*, 2007.

Jacoby, Susan. *“Freethinkers: a history of American secularism”*. Owl Books, 2004.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. *“Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”*. Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976.

Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J. & Wruck, Eric G. *“Remuneration: where we’ve been, how we got to here, what are the problems and how to fix them.”* Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI-Finance Working Paper NO. 44/2004, 2004.

Johnson, Simon & La Porta, Rafael & Lopez-De-Silanes, Florencio & Shleifer, *“Tunnelling”*, Working Paper 7523, 2000.

Kaplan, Steven N. *“Are U.S. CEO’s overpaid?”* University of Chicago, 2007.

Kirkpatrick, Grant. *“The Corporate Governance lessons from the Financial Crisis”*, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2009/1

Klein, April & Zur, Emanuel. *“Hedge Fund activism”*, NYU Working Paper No. CLB-06-017, 2006.

La Porta, Rafael & Lopez-De-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. *“Investor protection and corporate valuation”* The Journal of Finance, VOL. LVII, NO. 3, 2002.

La Porta, Rafael & Lopez-De-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. *“Law and Finance”*, Journal of Political Economics, 1998.

La Porta, Rafael & Lopez-De-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. *“Legal determinants of external finance”*, Working Paper 5879, 1997.

Lazonick, William & O’Sullivan, Mary. *“Maximizing shareholder value: a new ideology for Corporate Governance”*. Economy and Society, Volume 29, Issue 1, 2000.

Lazonick, William. *“The New Economy business model and sustainable prosperity”*. 2008 Industry Studies Conference Paper, 2008.

Lorsch, Jay W. & Maciver, Elizabeth. *“Pawns or Potentates: The reality of America’s Corporate Boards”*. Harvard Business School Press, 1989.

Marquette, Christopher J. & Bizjak, John M. *“Shareholder proposals to rescind poison pills: all bark and no bite”*, 1998.

Mizruchi, Mark S. *“Power without efficacy: the decline of the American Corporate Elite”*. University of Michigan Press, 1999.

Morck, Randall & Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. *“Management ownership and Market valuation: an empirical analysis”*, Journal of Financial Economics, 1988.

Myers, Stewart C. *“The capital structure puzzle”* Journal of Financial Economics, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1984.

Nordberg, Donald *“Some are more equal: the politics of shareholder activism”*, 2009.

Rappaport, Alfred. *“Creating Shareholder Value: The new standard for business performance”*, 1986.

Rediker, Kenneth J. & Seth, Anju. *“Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms”*. Strategic Management Journal, 2006.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert & Bhagat, Sanjai. *“Hostile takeovers in the 1980’s: the return to corporate specialization”*. Brookings Papers on Economic Activity | Microeconomics, 1990.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. *“Stock market driven acquisitions”*. Journal of Financial Economics 70 (2003) 295-311, 2003.

Smith, Michael P. *“Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS”*. The Journal of Finance, 1996.

Spector, Mike & McGinty, Tom. *“The CEO bankruptcy bonus: firms sidestep rule limiting rewards for executives”* The Wall Street Journal, 2012.

Steiner, Peter O. *“Merger: motives, effects, policies”*. University of Michigan Press, 1975.

U.S. General Accounting Office. *“Financial Audit: Resolution Trust Corporation’s 1994 and 1995 Financial Statements”*, 1996.

Useem, Michael. *“Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization”*. Harvard University Press, 1993.

Useem, Michael. *“Investor Capitalism: how money managers are rewriting the rules of Corporate America”*. Morningstar Inc., 1996.

Useem, Michael. *“The inner circle: Large Corporations and the rise of Business Political Activity in the US and UK”*. Oxford University Press, 1984.

Yao, Angus Yongheng & Magnan, Michel, *“What is the theory for CEO compensation? Making sense of recent empirical-based conclusions about CEO pay”*, 2009.

## **DATABASE UTILIZZATI**

EDGAR -Securities and Exchange Commission- [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.proxymonitor.org](http://www.proxymonitor.org)

[www.proxypreview.org](http://www.proxypreview.org)