



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

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.

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.

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.

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.

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.

	2011	2012	2013	2014
Proposals	24	28	19	10
con almeno il 51% di voti a favore				
Delta		+4	-9	-9
Delta (%)		+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 stato 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 viene 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 2006-2014¹, l'incidenza dei cinque corporate gadflies² aumenta al 28%.

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.

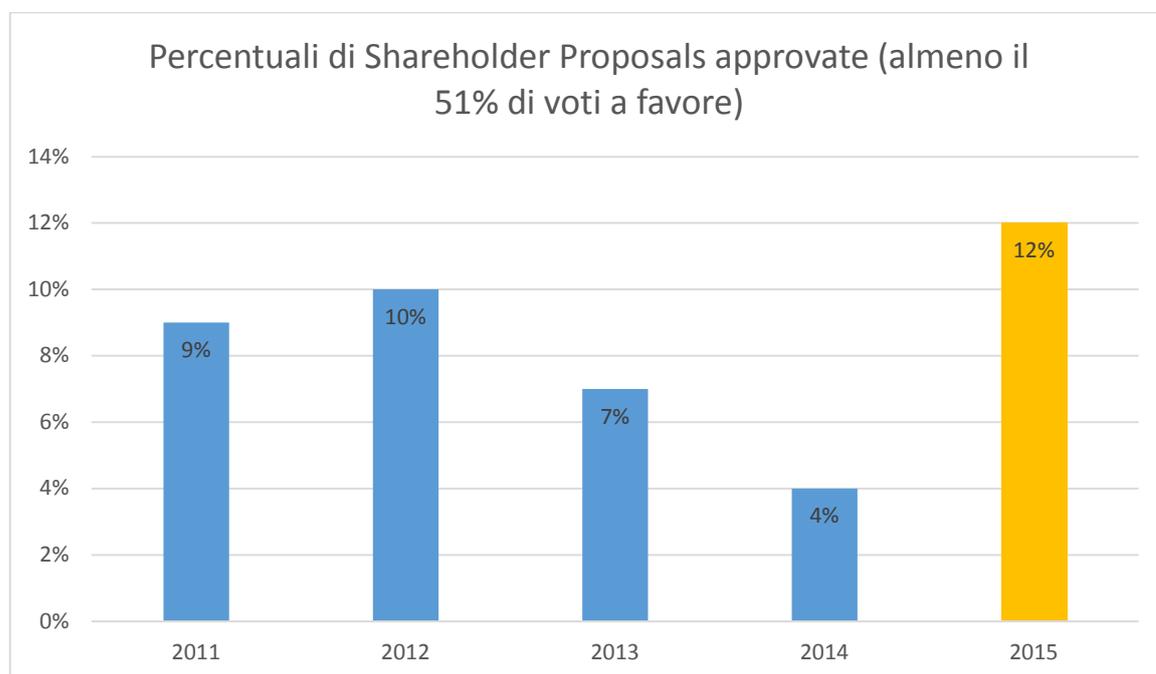
Analizzati i trend delle proxy seasons 2011-2014, a conclusione di questo lavoro si prova a dare una previsione di quanto potrà accadere nel 2015. Il numero di proposals presentate è aumentato negli ultimi anni, dopo aver toccato i minimi storici nel periodo post-crisi, quando le fondamenta dell'intero sistema finanziario (ma non solo) hanno subito un colpo fatale. La partecipazione al voto degli

¹ La raccolta dati del database di proxymonitor.org inizia nel 2006.

² In questo caso bisogna considerare anche Evelyn Davis e la Famiglia Rossi.

azionisti 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”*. Arbeitspaper 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

www.proxymonitor.org

www.proxypreview.org