

**ATTIVISMO DEGLI HEDGE FUNDS. CREATORI O
DISTRUTTORI DI VALORE PER GLI AZIONISTI, LE BANCHE, I
CREDITORI E IL PUBBLICO?**

**Professore Relatore
Daniele Previtali**

**Michelangelo Raiola
Matricola 187331**

INDICE

Introduzione

CAPITOLO 1

ATTIVISMO DEGLI AZIONISTI E SHADOW BANKING COME CONTESTO E PUNTO DI PARTENZA

- 1.1 Il fenomeno dello shadow banking
- 1.2 Shareholder Activism: una review della letteratura
 - 1.2.1 Attivismo low-cost
 - 1.2.2 Attivismo high-cost

CAPITOLO 2

HEDGE FUNDS ATTIVISTI, UNA NUOVA FORMA DI CREAZIONE DI VALORE

- 2.1 Hedge funds e hedge funds attivisti
- 2.2 Disclosure delle partecipazioni rilevanti: differenze tra mercato degli U.S.A. e Italia
- 2.3 L'identificazione dei fondi hedge attivisti e le loro tattiche
- 2.4 Caratteristiche delle società target
- 2.5 Creazione di valore e rendimento dell'attivismo
- 2.6 Costi dell'attivismo

CAPITOLO 3

GLI EFFETTI IN UN CONTESTO BANCARIO: FONDI ATTIVISTI E CONTRATTI DI FINANZIAMENTO

- 3.1 Impatti sul rischio e performance bancarie
- 3.2 Un'analisi dell'attivismo nelle banche
- 3.3 Canali d'azione per gli attivisti
- 3.4 Hedge funds e mercato dei prestiti
- 3.5 Il rating di credito come variabile alternativa del costo del debito
- 3.6 Conflitto tra azionisti e altri stakeholders

CAPITOLO 4

IL CASO ABN AMRO E IL FONDO ATTIVISTA TCI

- 4.1 La fisionomia della banca target
- 4.2 Le caratteristiche del fondo attivista

4.3 L'attivismo del fondo TCI e ABN AMRO

4.4 L'esito della vicenda ABN AMRO

4.5 Riflessioni conclusive

Conclusione

INTRODUZIONE :

In seguito al presente scenario economico, sempre più diffusa è la sensazione di un orientamento che mira alla tutela della competitività e stabilità delle società quotate.

Strumento per questo traguardo è riformare i meccanismi di funzionamento dei vertici di tali società, problema per l'efficienza e l'efficacia delle rispettive economie.

Motivo del presente lavoro è provare come lo "shareholder activism" in particolare l'attivismo high-cost degli hedge funds, possa essere una delle soluzioni attuali per la massimizzazione della ricchezza, creando valore sia per gli azionisti dell'impresa target che per l'attivista stesso. Partendo dall'ambiente da cui provengono tali investitori, il sistema bancario ombra, sarà spiegato come viene migliorata "l'immagine" dello shadow banking e come l'attivismo di alcuni soggetti (gli hedge funds) appartenenti a questa fascia d'intermediari, possa portare benefici sull'intero sistema economico e geopolitico.

Come vedremo in questo elaborato, l'active shareholder è l'azionista che entra all'interno e partecipa alla vita aziendale, riuscendo ad imporre cambiamenti fondamentali in tale struttura. In questo, la figura dei fondi hedge è quella che meglio rispecchia questa definizione, quali investitori che cercano di cambiare lo status quo di una società, aumentando i ritorni agli azionisti e le performance aziendali. Il modo di operare è piuttosto comune per tali enti finanziari. Inizialmente compiono un grosso investimento nella società target. Secondo cercano di convincere gli altri investitori che il loro operato possa portare a un incremento del benessere, per ottenere quindi il loro supporto. Terzo, forzano con la loro attività i Boards¹ a rispondere, prendendo misure che portino ad un effettivo aumento del prezzo azionario. Infine è opportuna la predisposizione alla presenza di investitori istituzionali nel mercato in cui si investe (l'attualizzazione di questi principi trova conferma nei dati statistici dell'attivismo).

¹ Per Board si intende Consiglio di Amministrazione delle società in questione.

Gli aspetti su cui si focalizzano gli hedge funds sono: acquisizioni e dismissioni, riserve di cassa, miglioramenti della governance, e cambiamenti nel business plan della società. Analizzeremo tali forme di attivismo dando risposta ad un conflitto da sempre alla base di tale tema, il contrasto tra l'efficacia dei risultati nel breve e lungo periodo. Ponendo l'enfasi su come questi fondi possano creare valore a lungo termine in società quotate che godono di un board imparziale, libero di decidere quale sia la scelta ottimale tra quella proposta dagli attivisti o dal suo executive management. Inoltre all'interno di questo elaborato sarà presentato un caso studio reale, con al centro un banca olandese, ABN AMRO. Questo per sostenere in modo più realistico l'argomento su cui si fonda questo studio: l'attivismo degli hedge funds come una creazione di valore per gli azionisti, le banche e il pubblico. Il quadro completo darà una chiara visione di tutto questo contesto, partendo da una definizione più profonda di questo fenomeno, spiegando le tattiche dei fondi, le caratteristiche delle società target e gli effetti in un contesto bancario. Tutto disciplinato da diverse regolamentazioni a secondo del paese in cui si investe, vedendo come alcune nazioni grazie a questo, siano più favorevoli di altre, al manifestarsi dello shareholder activism.

1. ATTIVISMO DEGLI AZIONISTI E SHADOW BANKING COME CONTESTO E PUNTO DI PARTENZA

1.1 Il fenomeno dello shadow banking, punto di partenza per questo scenario

Cornice di questo scenario è il cosiddetto sistema bancario-ombra, messo in evidenza dalle autorità di vigilanza criticandolo, e cercando di disciplinarlo attraverso l'attuazione di possibili provvedimenti regolamentari.

Il ruolo chiave in questo contesto è ricoperto proprio dei fondi hedge, a causa delle grandi quantità di liquidità che gestiscono e per come i loro modo di operare impatti il sistema economico.

Tornando allo shadow banking, s'intende quell'ambito in cui operano tutti gli intermediari non bancari, che non soggetti alla regolamentazione imposta alle banche, godono di ampia libertà operativa e attraverso l'uso della leva finanziaria riescono a condizionare le economie globali.

Questo sistema parallelo ha registrato una crescita esponenziale, specialmente in Eurozona dove si è ottenuto un tasso di crescita pari al 33%; da molti ricondotto alla sempre più rigide normative in termini di coefficienti patrimoniali imposti alle banche che spingono sempre più intermediari verso il mondo opaco dello shadow banking.

E' necessario dare una vera e propria definizione di tale ambito, come il sistema di intermediazione creditizia costituita da entità e attività operanti al di fuori del normale sistema bancario². Questo offre dunque, un'intermediazione che coinvolge diversi attori che si muovono al di fuori di circuiti creditizi tradizionali.

All'interno di questo settore, il credito viene creato attraverso il ripetuto utilizzo degli stessi assets, oppure tramite la trasformazione delle scadenze. Così facendo si riesce a trasformare il rischio di credito in rischio di mercato, che essendo presente negli assets di questi investitori, pianta il seme dell'instabilità. Per quanto riguarda la trasformazione del credito può essere realizzata attraverso la

² Cfr. Financial Stability Board.

divisione di un portafoglio di investimento, con differente profilo di rischio. Per la trasformazione delle scadenze invece si intende l'uso delle passività a breve termine che finanziano investimenti a lungo termine.

Le figure che operano in tale contesto sono special purpose vehicle, fondi monetari, hedge funds e private equity. In tutti i casi possono essere raggruppati in base a caratteristiche comuni: l'entità e le attività. Le prime indicano intermediari specializzati nel raccogliere finanziamenti con caratteristiche simili a quelle dei depositi, consentire il trasferimento del rischio di credito, e la capacità di usare la leva finanziaria. Le seconde in via più generale consistono nell'intermediazione del credito o alla trasformazione di liquidità che vengono compiute al di fuori del sistema bancario regolamentato. Oltre ciò gli operatori dello shadow banking non sono soggetti a forme obbligatorie di garanzia sulla solvibilità e liquidità dell'attivo. Ecco come tornando all'inizio del paragrafo è chiaro il ruolo centrale giocato dai fondi hedge in tale sistema.

In effetti lo shadow banking si presenta come un'alternativa ai canali tradizionali del credito, per questo motivo potrebbe essere considerato come la giusta soluzione per le giunture economiche e le strette norme che gravano sul sistema tradizionale.

Il mondo del sistema bancario ombra, continua ad offrire una vasta gamma di soluzioni alle più frequenti problematiche del sistema bancario tradizionale che derivano dall'inasprimento delle normative di riferimento come Basilea III. Per questo motivo la crescita di questo complesso è spiegato dalla caratteristica operativa del settore che offre alternative più ampie di profili associati ad una migliore combinazione rischio/rendimento, e all'esistenza di un'asimmetria legata alla regolamentazione imposta tra sistema tradizionale e shadow banking che conduce molti attori a sconfinare nel settore bancario ombra proprio per queste agevolazioni. Ciò nonostante è pur sempre necessario fornire una regolamentazione più stretta, volta a disciplinare i comportamenti degli hedge funds, dato anche il forte impatto che hanno sull'economia globale. In questo sistema, essi rappresentano sicuramente l'attore più controverso. Negli Stati Uniti d'America la riforma sul sistema finanziario, che rappresenta il più importante passo verso una regolamentazione dei mercati, è stata

approvata dal Parlamento, prendendo il nome di Legge Dodd-Frank. È iniziata con la tale Volker Rule, che però non si estende ai soggetti finanziari non bancari. Bisogna guardare quindi il Titolo IV della Dodd-Frank, che disciplina la “Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others”³. Tale norma prevede la registrazione presso la Security Exchange Commission in qualità di adviser di private funds. Accanto a questo obbligo di registrazione, vengono inseriti altri doveri di information disclosure, il cui scopo è quello di poter fare conoscere i profili quantitativi e qualitativi dei fondi hedge alle autorità garanti del mercato. Più precisamente sono tenuti a fornire indicazioni in merito: al livello di assets under management e all’impiego del leverage; alla tipologia di assets presenti nel loro portafoglio; alle strategie e pratiche di investimento; all’esposizione al rischio di credito e di controparte; alle politiche e metodologie di valutazione delle attività del fondo. In aggiunta, gli hedge funds di maggiori dimensioni possono essere anche considerati come intermediari non bancari di importanza sistemica e per questo sono soggetti a una regolamentazione prudenziale che prevede requisiti di capitale risk-based, limiti all’impiego della leva finanziaria, requisiti di liquidità e di risk-management. Questo potrebbe permettere da un lato limitazioni imposte per quei fondi che operano in paesi offshore⁴, e dall’altro permetterebbe una migliore gestione degli stessi.

Ci ricollegiamo alle possibili (nuove) strategie di questi fondi. Ecco perchè l’attivismo legato a tali operatori dello shadow banking sembra “calzare” più che bene, volto a migliorare gli effetti portati da questi investitori. Vedremo nel dettaglio nei successivi paragrafi e capitoli perchè (obiettivo del presente lavoro) la combinazione di attivismo e hedge funds possa portare benefici all’intero sistema economico. In sintesi, utilizzando una parte del sistema ombra e, con l’utilizzo di questa strategia, si può arrivare ad ottenere un impatto maggiormente positivo per l’economia, per il pubblico, le banche, gli azionisti e per le società bersaglio.

³ Indicato anche come Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010 (PFIARA).

⁴ Paesi caratterizzati da un livello di imposte molto basso (come le Isole Cayman) sinonimi di paradisi fiscali.

1.2 Shareholder Activism, una prima definizione.

Cosa s'intende per shareholder activism?

“L'esercizio e l'implementazione dei diritti degli azionisti di minoranza con l'obiettivo di incrementare lo shareholder value nel lungo periodo⁵”. Qui è semplice da capire che il punto d'inizio sono i diritti degli azionisti. Come precedentemente detto, si utilizza la propria quota azionaria come mezzo per partecipare attivamente alle politiche e alla vita della società.

I canali attraverso i quali si può manifestare possono essere vari: scrivendo lettere, facendo domande durante la seduta dell'assemblea degli azionisti, comunicando con il management e infine presentando vere e proprie proposte da votare in assemblea. E' facile intuire quindi, come di conseguenza effetto primario è quello di rendere più responsabili gli amministratori delle società, sapendo che nel momento in cui essi non tendono alla massimizzazione del valore d'impresa, l'azionista attivo farà sentire la sua voce. Un altro aspetto su cui soffermarci è la forma con cui l'attivista interagisce con il management. Può scegliere un confronto amichevole, incontrandosi privatamente tra le parti, oppure scontrandosi, servendosi della stampa per critiche e proponendo risoluzioni non concordate con il management da votare in assemblea. Decidere quale forma adottare dipende però da fattori associati alla natura e tipologia d'investitore. Comportamenti amichevoli sono usati principalmente da fondi comuni e investitori istituzionali, mentre gli hedge funds non escludono ne sono avversi a contrasti aperti con gli amministratori della società target. Questo perchè investitori istituzionali come banche e assicurazioni presentano spesso conflitti di interessi con la società, motivo per cui tendono a votare a favore del management. Mentre i fondi hedge non sono soggetti a tali situazioni, indi per cui sarà più facile per loro un utilizzo di critiche maggiori nei confronti dei manager. E' pur sempre vero che solitamente prima di arrivare ad usare le forme aggressive dell'attivismo si cerca sempre di stabilire dei dialoghi, cercando di fare ascoltare le proprie proposte.

⁵ Definizione ripresa da Armour e Cheffins (2009).

Dall'altra parte però gli investitori attivisti non sono visti in buona luce dal management della società, che tenderà a rigettare quello che da essi gli viene suggerito.

Riprendiamo per un attimo come inizia l'attivismo degli hedge funds, acquisendo una partecipazione rilevante consistente nel 5% o 10% dell'azionariato di una compagnia quotata. Ottenendo così una base sufficiente per lanciare la propria campagna attivista. Ma prima di parlare di questa specifica tipologia di intermediario finanziario, bisogna scindere l'attivismo in due sezioni, associate a due tipologie differenti di operato: l'attivismo low-cost e high-cost.

1.2.1 Attivismo low-cost

L'attivismo low-cost è caratterizzato da azioni poco costose e che non necessitano un possesso di grossi blocchi azionari. Questa forma è molto importante per investitori che devono detenere portafogli molto diversificati, che escludono quindi un'esposizione troppo alta verso un'unica compagnia. Questo tipo di attivismo è associato principalmente a investitori istituzionali come banche e assicurazioni, fondi pensione e fondi comuni. Tuttavia per fornire una visione più chiara è necessario contestualizzare il paese dove prende luogo questo fenomeno e i suoi aspetti giuridici. Alcuni diritti possono rivelarsi molto vantaggiosi per gli azionisti mentre altre norme possono rappresentare un ostacolo difficile da superare per il potenziale attivista.

La legislazione americana, tende a favorire il management rispetto agli azionisti. La legge del Delaware, stato dove sono registrate la maggior parte delle imprese quotate americane, utilizza il plurality voting⁶ come regola di elezione. Inoltre sempre nel Delaware, non sono previste le convocazioni per le assemblee straordinarie.

Strumento cardine dell'attivismo low-cost sono le proposte da votare in assemblea che, negli Stati Uniti, sono regolate dalla Rule 14a-8 del Securities Exchange Act. Essa prevede che solo all'azionista che possiede una quota di partecipazione pari almeno all'1% del valore di mercato del capitale, da

⁶ Con il plurality voting il candidato che riceve il numero più alto di voti viene eletto e non è necessaria la maggioranza dei voti.

almeno un anno, è riconosciuta la facoltà di poter presentare una proposta durante l'assemblea annuale. Ciò nonostante, il board può senza nessun vincolo ignorarla legittimamente. Con le nuove regole imposte dalla SEC⁷ nel 2010, un'azionista che detiene in modo continuativo una posizione all'interno della società da almeno tre anni pari al 3% delle azioni con diritto di voto, può inserire uno dei suoi candidati nella lista per l'elezione dei directors in aggiunta a quelli proposti dal board.

Approfondendo ancora, l'attivismo degli investitori istituzionali è tendenzialmente incidentale ed ex post. Significa che tali azionisti reagiscono nel momento in cui si manifestano cattive performance⁸, e questa forma di attivismo viene definita come difensiva⁹. Gli azionisti attivisti sono molto spesso interessati a eliminare vincoli a possibili takeovers come poison pills¹⁰, staggered boards¹¹, e supermajority amendments¹² dagli statuti societari¹³.

Un'altra strategia di tale attivismo sono le campagne vote-no, con cui si incoraggia gli altri azionisti semplicemente a votare contro l'elezione di un nuovo amministratore.

Uno studio fornito da Black (1998) mostra come il rendimento associato all'attivismo di investitori istituzionali, che detengono per lo più piccole partecipazioni azionarie, sia correlato al basso impegno impiegato in tali operazioni. Non risulta sorprendente quindi che questa forma di attivismo non comporti una significativa creazione di valore azionario. Ricapitolando questo ultimo concetto, sembrerebbe che il rendimento dell'attivismo low-cost sia proporzionale all'investimento compiuto. Come identifichiamo però i diversi tipi di investitori istituzionali tra attivisti e non? Necessario è dare una panoramica sui costi e benefici del monitoraggio e del trading. Partendo dal monitoraggio,

⁷ Per SEC, s'intende la Securities Exchange Commission.

⁸ Anche CalPERS dal 1990 ha definito la cattiva performance come il criterio primario per avviare una campagna attivista contro una società.

⁹ Definita difensiva da Armour e Cheffins (2009).

¹⁰ Dette pillole avvelenate. Sono una manovra difensiva anti-scalata che una società decide di deliberare, ad esempio un'emissione azionaria.

¹¹ Sono Consigli di Amministrazione in cui i membri hanno durata del mandato differente. Il risultato è che non tutto il board viene rinnovato nello stesso momento.

¹² Tattica difensiva che consiste nel richiedere una maggioranza qualificata del capitale votante per approvare una deliberazione.

¹³ Gillan e Starks (2000) e Thomas e Cotter (2007).

beneficio sicuro principale è quello di ottenere informazioni con le quali si proverà ad influenzare il management. Pertanto, una maggiore partecipazione azionaria, riduce il costo di monitoraggio verso la società. Ecco perchè si possono esprimere i benefici del monitoring come funzione crescente della dimensione e della durata dell'investimento¹⁴. Per quanto riguarda il trading, si ottengono benefici solo nel momento in cui si dispone di informazioni superiori, frutto del monitoraggio di istituzioni che investono nel lungo termine. Possiamo distinguere quindi come il monitoring possa ripagare istituzioni che mantengono la partecipazione nella società per almeno un anno, con intenzione di inserirsi nella vita societaria, e come la strategia del trading possa ripagare istituzioni che preferiscono posizioni più corte che puntano ad un guadagno nel breve periodo (acquistando e vendendo titoli). Riponendo l'attenzione sui diritti degli azionisti, si trovano notevoli differenze tra la legislazione degli Stati Uniti e quella europea. Se prendiamo come punto di riferimento quella britannica, tale disciplina è decisamente più favorevole agli attivisti di quella americana. Infatti, secondo il Takeover Code britannico il board della società presa di mira non può compiere azioni che danneggino l'Offerta Pubblica d'Acquisto e tale regola (regola della passivity rule) è stata eccepita in altri paesi europei tra cui anche l'Italia. In più, gli azionisti delle società in Gran Bretagna possono richiedere la convocazione dell'assemblea straordinaria, quando a richiederlo è almeno il 10% del capitale azionario con diritto di voto¹⁵. Per quanto riguarda le proposte presentate all'assemblea, a differenza dagli Stati Uniti, sono vincolanti in Inghilterra e in altri paesi dell'Europa occidentale. Se nonostante si ha una normativa più favorevole da un lato, dall'altro, una presenza meno diffusa di investitori istituzionali, un contesto culturale diverso e più diviso, e un'azionariato più concentrato, evidenzia che l'attivismo low-cost in Europa ha un ruolo sicuramente minore che negli Stati Uniti. Dato più importante e fondamentale per tale attivismo è la partecipazione azionaria al capitale della società. E in Europa frequente è avere società con partecipazioni rilevanti in mano alla famiglia, in origine,

¹⁴ Teoria di Chen et al (2007).

¹⁵ Companies Act 2006, Section 303.

totale proprietaria della compagnia. Con queste forme societarie è facile da intuire come siano meno propensi alla diffusione in Europa tali figure di investitori.

Raccogliendo quanto detto in questo paragrafo, abbiamo visto come l'attivismo degli investitori istituzionali sia associato alla forma low-cost. Eppure i miglioramenti portati da tale forma di attivismo, associati alla governance societaria, non portano ad una rivalutazione dei prezzi della società target. Sembrerebbe corretto affermare infine come il low-cost activism sia disegnato per ottenere piccoli cambiamenti senza sostenere tante spese, e come precedentemente detto, esso riesca a generare un rendimento correlato allo scarso investimento compiuto dall'investitore attivista.

1.2.2 Attivismo high-cost

Per high-cost activism indichiamo una forma di attivismo legata alla dimensione della partecipazione detenuta dall'investitore, solitamente almeno pari al 5%. Ricordiamo che cardine delle strategie attiviste non è la diversificazione degli investimenti. E' proprio questo il motivo per cui sembra più facile per tali azionisti acquistare una partecipazione azionaria che gli consente di ottenere una serie di benefici: la serie di flussi che derivano dalla distribuzione dei dividendi, sommati ad altri flussi monetari, e, i benefici privati ottenuti con il diritto di voto che stanno acquistando. In particolare questa forma permette di produrre nella società target, dopo l'arrivo di un investitore attivista, un miglioramento immediato a livello di proprie performance operative e azionarie¹⁶. Attenzione però un azionista che detiene una partecipazione pari di solito ad almeno il 5% del capitale sociale, è condizione necessaria ma non sufficiente per essere definito come un high-activist investor. Per questo motivo bisogna esaminare gli switchers, ossia gli azionisti esterni con tali partecipazioni azionarie, ma che cambiano il motivo del loro investimento da passivo ad attivo¹⁷.

Le compagnie con alti livelli di free cash flows, sono quelle che traggono benefici più velocemente dall'attivismo dopo lo switch, incrementando subito i dividendi.

¹⁶ Bethel et al (1998).

¹⁷ Kim et al (2010).

In tutti casi, le figure principali che portano avanti strategie dell'attivismo high-cost e su cui bisogna porre l'attenzione sono quelle dei corporate raiders e dei fondi sovrani. I primi investitori, spesso hedge funds, presentano un forte incentivo a monitorare le società target, poichè hanno importanti somme di denaro in gioco. Anche se spesso sono descritti dalla stampa finanziaria negativamente, si cerca di verificare se realmente "l'etichetta" negativa fosse supportata empiricamente da una distruzione di valore per gli azionisti¹⁸. Sono state quindi formulate tre ipotesi: 1) il raiding, secondo cui per ottenere benefici personali tendono a distruggere valore per gli azionisti; 2) l'ipotesi che questo tipo di attivismo crea valore per la società target; 3) l'ipotesi di un'abilità superiore nel selezionare azioni dell'impresa target. Le attività compiute da questi investitori vanno da acquisizioni e dismissioni, all'utilizzo di proxy fights¹⁹, a riorganizzazioni delle imprese e partecipazione nella gestione delle stesse. E viene trovato un effetto positivo di queste attività da parte degli hedge funds sul valore delle società target. Per questo motivo, l'ipotesi di una creazione di valore è l'unica che possa dare spiegazione a tali risultati²⁰; le altre due non spiegano la reazione positiva del mercato.

L'intento di questo lavoro è connesso proprio a questo intermediario finanziario, su come l'attivismo portato avanti da questi investitori possa essere una delle figure chiave per la creazione di valore sia nel breve che nel lungo periodo. Inoltre riescono, con la loro attività, a portare una riduzione in termini di asimmetrie informative e una pressione sui managers delle società che sono così maggiormente incentivati a massimizzare il valore delle azioni. Inoltre sempre grazie al loro operato mettono in luce tutte le informazioni negative, volutamente nascoste dalle aziende bersaglio, creando più opportunità di profitto nelle loro strategie attiviste²¹. Infatti gli activist hedge funds entrano in società quando sono fortemente convinti che la stessa compagnia sia sottovalutata (che rendi meno rispetto al suo

¹⁸ Holderness e Sheehan (1985).

¹⁹ La proxy fight è la "battaglia" attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto.

²⁰ Holderness e Sheehan (1985).

²¹ Partnoy e Thomas (2006)

potenziale) e che con il suo intervento si riesca ad ottenere una maggiore efficienza, tradotta in una creazione di valore per la società e per i suoi azionisti.

Per quanto riguarda invece i Sovereign Wealth Funds (fondi sovrani), lo studio in materia di attivismo è ancora all'inizio. Ciò nonostante si può dare una definizione di tali fondi e vedere come possono procedere all'avvio di campagne attiviste. I fondi sovrani sono fondi che gestiscono il portafoglio di investimento dei governi di stati sovrani che possiedono questi portafogli.

A differenza degli hedge funds non usano molta leva finanziaria e il loro intent è quello di stabilizzare i redditi ottimizzando la relazione rischio/rendimento per le nazioni²². Un'aspetto molto importante legato all'attivismo di questi investitori, è la critica associata alla possibilità di perseguire obiettivi differenti dalla massimizzazione del valore azionario. I motivi che spingerebbero i fondi sovrani a compiere l'investimento, potrebbero essere di stampo politico e non finanziario. Il risultato sarebbe l'avvio di una campagna attivista per la convenienza politica e non per i benefici economici, specialmente per i paesi più sensibili dal lato geo-politico. Tutto questo comporta che il monitoring dei fondi sovrani non porta a benefici finanziari come quello effettuato dagli investitori privati, quando d'altro canto però potrebbero ricevere vantaggi sul livello di informazione sulle azioni del governo. In oltre per la posizione ricoperta da questi managers, sarebbe possibile alterare l'agenda di governo andando a favorire proprio le azione delle società detenute nel loro portafoglio, e questo porterebbe a una più facile creazione di valore sempre rispetto ad un investitore privato. La soluzione a questi problemi è data dalla trasparenza con cui opera il fondo, rilasciando volontariamente informazioni, e dando segnale che sta scegliendo i propri investimenti in base ad obiettivi finanziari²³. In più una maggiore trasparenza porta un maggior controllo sull'operato dei Sovereign Wealth Funds, la cui reazione diretta sarà il compimento di investimenti migliori e un impegno maggiore nel monitoraggio delle società in cui investono²⁴. Un'analisi compiuta sulle società in cui investono questi

²² Kern 2007.

²³ Kotter et Lel (2011).

²⁴ Shleifer e Vishny 1997.

fondi mostra come queste società siano in distress finanziario, di grandi dimensioni e con scarsa liquidità, in linea con le scelte degli investitori istituzionali. La conclusione sfocia in una reazione da parte del mercato più elevata all'annuncio, se il fondo sovrano presenta un'alta trasparenza, come segnale di una consecutiva buona qualità del suo monitoraggio. Per azione di monitoraggio o influenza da parte dei Sovereign Wealth Funds la più parte delle volte conseguono alla nomina di consiglieri di amministrazione legati proprio al fondo stesso, al turnover dei dirigenti e decisioni regolamentari da parte del governo che vanno ad influenzare la società target.

Infine l'attivismo come acquisto di partecipazioni rilevanti tende ad essere più efficace, con un apprezzamento da parte del mercato, rispetto a quello low-cost. Questo effetto positivo non è sorprendente se si considera che con la posizione acquistata, si ha un incentivo maggiore a monitorare la società.

Modalità e tattiche di questo attivismo, focalizzandosi su quello operato dagli hedge funds, saranno spiegate più nel dettaglio nel prossimo capitolo.

2. HEDGE FUNDS ATTIVISTI, NUOVA FORMA DI CREAZIONE DI VALORE

2.1 Hedge funds e hedge funds attivisti

L'attivismo degli hedge funds è visto come una nuova forma di operare che conduce a cambiamenti sia operazionali che finanziari, e che tende ad incidere sempre principalmente nella corporate governance della società target, punto di partenza di tali strategie. Prima di parlare però dei fondi hedge attivisti, è opportuno dare una spiegazione di cosa sono e come investono tali fondi, andando poi a differenziarli da quelli che si identificano come investitori attivisti.

La Banca d'Italia definisce gli hedge funds come “organismi finanziari localizzati generalmente in centri off-shore o negli Stati Uniti, contraddistinti dal numero ristretto dei soci partecipanti e dall'elevato investimento minimo richiesto. Non hanno vincoli in materia di obiettivi e strumenti d'investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Possono anche essere qualificati in base a caratteristiche intrinseche, attraverso tre criteri con cui identificare tali investitori: 1) per la natura funzionale, quale elevata possibilità (come detto precedentemente) di ricorrere alla leva finanziaria nelle strategie di investimento; 2) per il criterio ambientale, rappresentato dall'assenza di regolamentazione e di vigilanza, grazie anche alla localizzazione in paradisi fiscali; 3) per il criterio sociale, quale scelta di una forma che consente un notevole grado di opacità, e quindi di evitare di incappare nella normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio²⁵. Definiti tali fondi vediamo più nel dettaglio gli impatti delle loro caratteristiche sul loro modo di operare. La bassa regolamentazione incide principalmente sulla struttura del fondo.

Si caratterizza tale struttura, infatti, per un'organizzazione semplice, basata frequentemente sul ruolo importante svolto dai consultant (collaboratori esterni di cui un hedge fund si avvale). Altra figura ancora più rilevante, è quella del prime broker che opera come intermediario, fornendo servizi quali prestito azioni e negoziazione titoli. Per quanto riguarda l'interno del fondo poi, figura principale è

²⁵ Cfr ESPOSITO, Hedge funds: la loro attività e le proposte di regolamentazione, in “Banca commerciale italiana”, 1999, 10.

quella dell'hedge fund manager. Egli è la figura chiave poichè è investito di un'ampia autonomia decisionale in tema di gestione del rischio, trading e asset allocation, in modo da diversificare e rendere ottimale il portafoglio d'investimento rispetto alla combinazione rischio-rendimento. Inoltre, incentivo personale è l'alta remunerazione del manager, cosiddetta "formula 2&20", che consiste nel ottenere una fee pari al 2% del valore totale degli investimenti gestiti e un ulteriore 20% sui possibili ricavi ottenuti dal fondo.

L'intento degli hedge funds è genericamente quello di ottenere rendimenti assoluti, rendimenti che teoricamente non dipendono dalle performance dei mercati in generale e dall'economia.

In tutti i casi, andando a paragonare le dimensioni del mercato dei fondi hedge, ci si accorge come quelli attivisti rappresentino solo una minoranza di questa classe.

Gli activist hedge funds detengono a differenza dei precedenti, un numero più contenuto di posizioni nel proprio portafoglio, tradotte in partecipazioni significative proprio per avere incentivi ad impegnarsi nel monitoraggio delle società prese di mira. Le strategie di shareholder activism, in oltre, non portano a risultati a breve termine. Bisogna avere orizzonti temporali sufficienti per raccogliere i benefici dell'investimento. E ricordiamo che sono una delle figure che meglio può attuare le strategie dell'high-activism, avendo a disposizione nel loro arsenale diverse tattiche per arrivare a raggiungere i propri obiettivi. Per questo motivo sono dotate di un mix di incentivi finanziari e di una struttura organizzativa che li rende particolarmente adatti per lo shareholder activism.

2.2 Disclosure delle partecipazioni rilevanti: differenze tra mercato U.S.A e Italia

Per disclosure delle partecipazioni rilevanti intendiamo la quantità di azioni acquistata dall'investitore necessaria per far scattare l'obbligo di comunicazione all'autorità garante. Vedremo come tali giurisdizioni possano influenzare le strategie attiviste andando a differenziarle tra mercato Statunitense ed Europeo.

Prima però è opportuno introdurre un minimo come le condizioni legali, economiche e giuridiche possano influenzare l'attivismo degli hedge funds. Vi sono diversi contesti operativi che in relazione

a più caratteristiche come la struttura operativa, il livello di informazione presente sul mercato e il contesto normativo delinano un terreno più propenso allo sviluppo e al raggiungimento degli obiettivi dei fondi hedge attivisti.

Focalizzandoci sul mercato americano possiamo dividere le norme dettate dal SEC in cinque parti: lo Schedule 13D per i grandi azionisti (con partecipazioni >5%) attivisti; lo Schedule 13G per i grandi azionisti passivi; Form 13F per gli investitori istituzionali; Section 16 per le comunicazioni degli insiders; e Form N-CSR per la disclosure periodica delle posizioni delle investment management companies²⁶. Il documento più importante sul quale focalizzarsi è lo Schedule 13D.

La section 13(d) dell'Exchange Act dispone che per qualsiasi acquisto superiore al 5% del capitale azionario di qualsiasi società quotata su un mercato regolamentato bisogna dare comunicazione al mercato entro dieci giorni dall'acquisto, nel caso avesse poi come intenzione quella di partecipare e influenzare la gestione della società. In particolare, l'Item 4 di tale documento prevede proprio di dichiarare quali sono state le intenzioni per cui si sono acquistate le azioni, in modo da capire quali sono le strategie attiviste che sono intenzionati a perseguire (fusione o vendita di assets, cambiare politiche di dividendi o struttura finanziaria, lanciare un'offerta pubblica di acquisto, ricomporre il management societario, ecc ecc..).

Prima di passare lo sguardo sul mercato italiano occorre dare una piccola visione del contesto europeo. In Europa non è presente una normativa in tema di disclosure eccepita da tutti gli stati membri. Ogni stato europeo può presentare differenze in materia, rendendo quindi l'approccio all'attivismo più complesso rispetto a quello americano. L'unico paese in cui sono registrati numerosi interventi attivisti grazie anche al proliferare di investitori come gli hedge funds, investitori istituzionali, e alla presenza di una disciplina piuttosto favorevole per queste strategie è la Gran Bretagna.

Ecco perchè è arrivato il momento di porre l'attenzione sul funzionamento del mercato italiano.

²⁶ Tutti questi Schedules sono disponibili in formato elettronico dall'archivio della SEC (<http://www.sec.gov/cgi-bin/srch-edgar>).

In Italia le società sono tutt'ora caratterizzate dalla presenza di azionisti di controllo, nella maggior parte famiglie che detengono la maggioranza delle azioni con diritto di voto nelle società quotate. Proprio per questo motivo la tutela degli azionisti di minoranza, strettamente connesso all'operato dei fondi attivisti, è uno dei principali obiettivi che si è posto il legislatore negli ultimi anni. Una riforma avvenuta nel 2005, la legge per la tutela del risparmio (L. 28 dicembre 2005, n. 262) ha previsto l'assegnazione del ruolo di presidente del collegio sindacale a un membro delle minoranze e ha permesso di rimuovere le difficoltà (sempre previste per le minoranze) di portare proposte autonome all'interno delle assemblee, uno dei passi più importanti verso il fenomeno dell'attivismo. Si è aggiunto poi il decreto legislativo del 27 gennaio 2010 n. 27, con cui è entrata in vigore la norma che ha permesso l'estensione alla partecipazioni degli azionisti all'assemblea, che anche in questo caso va a favore dell'attivismo degli azionisti. Punto più significativo della riforma è stato la riduzione della quota di capitale votante per chiedere la convocazione dell'assemblea straordinaria, passata dal 10% al 5%. Tutto questo si traduce in un'offerta di spazio agli azionisti di minoranza nei confronti del management che favoreggiavano le volontà della maggioranza. In tutti i casi per aumentare la frequenza di eventi attivisti l'ideale sarebbe avere una composizione azionaria delle società quotate maggiormente diffusa, realtà ancora troppo distante dal caso italiano. Per questo motivo il ruolo degli hedge funds è l'unico che riesce a far coniugare più azionisti di minoranza per poter muovere qualche campagna attivista in Italia. Ciò nonostante non si può affermare che l'attivismo, anche dopo un miglioramento del quadro normativo, sia un fenomeno consolidato per poter attuare la varia gamma delle sue strategie. Si ritiene infatti, che lo strumento più efficace in Italia per perseguire tali eventi sia l'elezione di consiglieri di amministrazione e sindaci²⁷. Al punto che le campagne attiviste nel nostro paese possono essere divise in due gruppi: 1) quelle il cui scopo è di ottenere livelli di payouts più elevati per gli azionisti; 2) quelle che mirano ad aspetti di governance, in cui gli attivisti cercano l'elezione nel board o nel collegio sindacale della società.

²⁷ Erede (2009)

2.3 L'identificazione dei fondi hedge e le loro tattiche

L'attivismo degli hedge funds, come intuito, riguarda come queste tipologie di fondi possano influenzare le scelte operative e strategiche del management aziendale, dagli stessi partecipato, con l'obiettivo di aumentare il livello di efficienza operativa e il valore azionario. Per identificare però quali sono i fondi attivisti non esiste una banca dati specifica per gli hedge funds attivisti. Ecco perchè, per capire se si tratta di tale investitore, bisogna analizzare le loro acquisizioni e i loro interventi.

Come visto nel paragrafo precedente, l'identificazione di questi investitori è diversa a secondo del paese in cui investono, in quanto soggetti a diversa legislazione.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, vengono utilizzati gli obblighi di disclosure disposti dalla Securities & Exchange Commission, come il deposito dello Schedule 13D e dell'Item 4. Entrambi sono fondamentali per capire se si tratta di un'investimento le cui strategie sono attiviste. Vengono generalizzate quattro vie standard usate dagli attivisti per generare valore, consistenti in provocare la vendita della società target a premio, causare lo spin off o la vendita di un asset significativo, aumentare le distribuzioni di danaro agli attivisti, e migliorare il business plan di lungo periodo dell'impresa²⁸. Insieme a queste, vengono aggregati per una migliore comprensione anche gli obiettivi di questi investitori, che posso consistere in volere rimediare alla sottovalutazione (da parte del mercato) della società, politiche di dividendi e di struttura finanziaria, strategie di business (spin off di divisioni o riduzione dei costi), vendita della società target, e corporate governance²⁹.

Prendendo in considerazione ora l'attivismo in Europa, non può essere esemplificato con quello americano. Anche qui, non esiste un data base che contiene gli interventi attivisti da parte degli hedge funds in Europa. Per riconoscere quali sono i fondi che perseguono strategie attiviste è necessario, come per il mercato statunitense, soffermarsi sulle norme che disciplinano la regolamentazione delle disclosure per le partecipazioni rilevanti. In Europa però non è presente nulla di paragonabile ad uno

²⁸ Bratton (2007).

²⁹ Brav et al (2008a).

Schedule 13D, punto di partenza per una ricerca empirica. Le informazioni sono reperibili solo a livello nazionale, con termini diversi da paese a paese. Un esempio è la soglia minima imposta per la pubblicità della partecipazione all'autorità di vigilanza del mercato; pari in Italia al 2% del capital azionario, 3% in Germania e Gran Bretagna, e infine 5% per altri paesi come Svizzera e Norvegia. Oltre ciò, i singoli paesi Europei, esclusi Gran Bretagna e Germania, non presentano un numero di casi di hedge funds activism sufficienti per consentire un'analisi fondata. Per meglio studiare questo mercato quindi, alcuni studiosi hanno compilato un elenco di eventi attivistici sulla base di dati pubblici disponibili, attingendo da autorità di vigilanza (come la Consob) e altre banche dati che permettono di accedere agli articoli della stampa specializzata. Questo data base è composto anche da eventi privati, vale a dire eventi dove il fondo acquisista una partecipazione minore di quella che fa scattare gli obblighi di comunicazione al mercato, e non non viene neanche pubblicata sulla stampa³⁰. E', come inteso nel paragrafo precedente, fondamentale la giurisdizione che disciplina la società target che influisce sulle tecniche e sui risultati del fondo. In generale si può affermare che gli hedge funds attivisti tendono ad acquisire quote rilevanti nelle compagnie prese di mira, per poi poter avere una maggiore influenza per attuare le strategie attiviste. Andando più nello specifico, le tattiche impiegate da tali fondi vengono classificate in base al grado di ostilità verso il management³¹. Esse variano dall'intenzione di comunicare con il board, al provare di ottenere un posto all'interno del board, a richieste pubbliche di cambiamento, fino ad arrivare anche a offerte ostili per il controllo della compagnia. Lo scopo finale, che anima tali tattiche è proprio quello di aiutare cambiamenti che portino ad una creazione di valore nonostante rimangano azionisti di minoranza.

Soffermandosi sull'avvio di forme attiviste in Italia, le cause più comunemente riscontrate sono legate: a cattivi risultati di gestione, che evidenziano situazioni con stato di assenza prolungato di redditività e di deprezzamento delle azioni; strategie inappropriate, che influenzano le performance societarie strettamente legate come detto a valide strategie e risolvibili con un accurato monitoraggio;

³⁰ Becht et al (2010).

³¹ Brav et al (2008a).

operazioni straordinarie che vanno a pregiudicare gli interessi e i diritti degli azionisti di minoranza; basso livello di informazione presente sul mercato; e infine da sistemi di governance non adeguati. Più in generale, nonostante in Europa e quindi in Italia stessa è tutt'ora difficile individuare investitori attivisti, nel nostro paese le poche fattispecie di attivismo sono state riscontrate da comportamenti espressamente lesivi da parte del management e/o dagli azionisti di maggioranza. In particolare quelle situazioni in cui si è verificato un notevole deterioramento del valore azionario.

2.4 Le caratteristiche delle società target

Avendo definito i vari quadri normativi come contesto per il lancio di campagne attiviste, gli hedge funds attivisti e le loro tattiche, è opportuno ora analizzare un aspetto molto importante, quello riguardante le caratteristiche che fanno di una società quotata un bersaglio per essere acquisita da un fondo attivista. Molteplici studi mettono in evidenza le caratteristiche delle società target che per prima cosa ottengono risultati reddituali al di sotto dell'andamento medio del loro settore di appartenenza; la preselezione delle compagnie avviene appunto formando un indice delle società con le peggiori performance dell'anno. In questa classifica, vengono individuate quelle con maggiori dimensioni per settore e nelle quale vi è un'alta partecipazione al capitale da parte degli investitori istituzionali³². Questo perchè i benefici reddituali attesi risultano maggiori a seguito di modifiche portate nella governance di società con dimensioni maggiori. Inoltre anche se non esiste nessuna evidenza che dimostra un grado di correlazione tra la detenzione di blocchi consistenti di azioni da parte degli investitori istituzionali e la probabilità di successo di una campagna attivista, gli attivisti dimostrano la preferenza ad investire in società partecipate in modo significativo da investitori istituzionali, perchè tali partecipazioni sono generalmente più ampie rispetto a quelle detenute dai singoli individui, il che si traduce nella probabilità che tale figura possa seguire le proposte di un fondo attivista esercitando i propri diritti di voto in maniera più determinante (data la quantità di

³² Cfr. Enriques, L. (1998).

azioni in possesso), rispetto a quelli generalmente più contenuti, in possesso di un singolo individuo. Detta fase di preselezione e scelta delle aziende bersaglio è fondata su un'attenta raccolta e analisi delle informazioni. L'intento degli hedge funds è quello di reperire diversi documenti informativi provenienti da più fonti. Sicuramente la principale fonte d'informazione è fornita proprio dalla società sotto analisi, da parte dei financial statement (informazioni finanziarie), cui fanno parte il bilancio d'esercizio con le relative documentazioni.

Successivamente le informazioni verranno raccolte attraverso un flusso giornaliero derivante dal mercato, dalla Borsa o da altri investitori, e ricercando informazioni più dettagliate di natura riservata tramite comunicazione privata con l'azienda partecipata, o con gli advisor esterni con cui gli stessi fondi hedge sono in contatto³³. Facendo una sintesi, le società che hanno più probabilità di diventare target di hedge funds attivisti sono quelle che: 1) producono molta cassa o riescono ad ottenerla con semplici operazioni straordinarie che mirano a diminuire la diversificazione in asset non core; 2) sono caratterizzate da un rapporto tra book e market value decisamente inferiore rispetto al dato medio settoriale (Q)³⁴; 3) esprimono una buona redditività; 4) sono caratterizzate dalla presenza di investitori istituzionali nella partecipazione al capitale.

Per concludere, questo paragrafo evidenzia come gli hedge fund investono in società che non gli portano al compimento di grossi "colpi" finanziari, che possono portargli enormi guadagni associati però ad elevati rischi, ma piuttosto a battere la media, sfruttando inefficienze gestionali (della società) o di mercato con lo scopo di ottenere rendimenti superiori senza assumere eccessivi rischi.

2.5 Creazione di valore e rendimento dell'attivismo

In questo paragrafo analizzeremo, andando a dare una risposta, uno dei temi più discussi di questo argomento, vale a dire la creazione di valore in seguito ad interventi da parte di hedge funds attivisti.

³³ Cfr. Hellman, N. (2004)

³⁴ Definizione dalla Borsa Italiana: il market to book ratio è il rapporto tra il valore di mercato e il valore contabile del patrimonio netto.

Il dibattito è accentrato sul periodo relativo al raggiungimento dei risultati desiderati tra chi supporta il breve e chi riconosce anche il lungo periodo.

Prima di tutto cosa vuol dire creare valore a lungo termine? Significa un processo di decisione in cui il management prova a massimizzare il valore attuale netto dell'azienda. Questo approccio equivale a massimizzare la ricchezza degli azionisti a lungo termine. Il punto focale è quindi, riprendendo la risposta, come la creazione di valore a lungo termine richiede al management di compagnie quotate l'adozione di un comportamento volto a ottimizzare il processo di "decision-making". Per poter sfruttare e incrementare il più possibile questo approccio la società deve utilizzare il criterio del valore attuale netto per scegliere i suoi investimenti e le sue strategie; sfruttare il più possibile le informazioni private a disposizione; utilizzare le doti manageriali presenti per implementare i suoi progetti; e comprendere che il raggiungimento degli obiettivi porta benessere sia alla società che ai suoi azionisti.

Tale affermazione delinea perfettamente la figura degli hedge funds attivisti. Se bisogna attuare anche solo uno di questi punti contenuti in questo processo, vorrebbe dire che l'azienda ha il potenziale di fare meglio per quanto riguarda la creazione di valore a lungo termine per se stessa e per gli azionisti. Ed è qui che entrano in gioco i fondi hedge attivisti, intervenendo con l'acquisto di azioni della società target e perseguendo strategie attiviste per correggere le inefficienze operative e manageriali esistenti all'interno della compagnia.

È arrivato il momento di esporre un event study composto da Brav et al. (2008) in cui vengono analizzate le reazioni dei prezzi azionari della società target al momento del deposito dello Schedule 13D. Nella finestra temporale (0, +1), giorno dell'annuncio e seguente, la reazione è positiva con i prezzi azionari che hanno un rendimento anomalo del 2%³⁵. Aumentando la finestra temporale a 20 giorni, quindi (-20, +20), si vede che il rendimento anomalo è addirittura maggiore e pari al 7,2%³⁶.

³⁵ Per rendimento anomalo si intende un rendimento in eccesso rispetto al rendimento atteso.

³⁶ E. Croci, *Shareholder activism, azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*. Milano, Angeli, 2012.

Questi risultati vanno a supportare la tesi per cui l'attivismo di questi investitori fa sì che il mercato si attenda l'arrivo di benefici per tutti gli azionisti dell'impresa.

Per il lungo periodo, gli stessi autori analizzano sempre i rendimenti per vedere se sia possibile dimostrare tale affermazione. Dunque calcolano i rendimenti registrati dal momento dell'acquisto al momento della vendita della partecipazione nella società. Il rendimento lordo degli investimenti da parte di tali investitori è in media pari al 42%, con un rendimento annualizzato del 33%. Ciò nonostante potrebbe essere che questi risultati siano dovuti dal fatto che l'apprezzamento potrebbe derivare da un andamento comune a tutto mercato. Per questo motivo gli autori "aggiustano" i risultati per l'andamento del mercato e per la dimensione dell'impresa scelta, ottenendo comunque rendimenti annualizzati medi positivi pari al 14,3% in più rispetto agli altri, ottenuti da titoli di portafoglio simili e quindi paragonabili. Per aggiungere profondità a tali risultati vengono anche analizzate le reazioni del mercato al momento dell'uscita degli hedge funds attivisti dalla società target. E qui si manifesta una reazione negativa del mercato, specialmente quando i fondi hedge escono dalla compagnia senza aver completato la loro campagna attivista. Questo permette di affermare che il mercato reagisce in base al fatto dell'annuncio di una strategia attivista e non perchè alcuni importanti hedge funds abbiano acquistato partecipazioni all'interno della società. In più l'avvento dell'attivismo di questi investitori sfocia immediatamente in un aumento dei dividendi e in una migliore allocazione del capitale. Un'ulteriore prova a questo studio è stata fornita da un altro studioso, Clifford, che decide di esaminare le differenti reazioni del mercato e nelle performance operative dopo l'ingresso, tra un numero di aziende oggetto di attivismo da parte degli hedge funds e un numero di compagnie dove gli stessi hedge funds hanno acquistato partecipazioni senza però perseguire strategie attiviste. I risultati ottenuti mostrano chiaramente che è l'attivismo e non il tipo di investitore che determina il miglioramento nelle performance della società. La reazione ottenuta dallo stesso hedge fund è di 3,39% se attivista contro il 1,64% se passivo, durante la finestra temporale (-2, +2) dall'annuncio del loro ingresso. Tali risultati vengono ottenuti anche tramite rendimenti annualizzati in eccesso pari al 22,32% per le società target di attivismo e del 7,8% per quelle con gli stessi investitori ma con

comportamento passivo. Vengono inoltre riscontrati effetti anche in termini operativi nell'anno seguente all'acquisizione nelle aziende target di hedge funds attivisti, con il ROA (Return On Assets) in aumento del 1,22%.

Da sottolineare è comunque come l'attivismo di tali fondi provochi, solo per la loro presenza e/o per la minaccia di un loro possibile intervento, una pressione forte sulla gestione dell'impresa in questione che vengono maggiormente condotte a perseguire la massimizzazione dello shareholder value³⁷. È opportuno, a questo punto, aggiungere un'altra ricerca effettuata da Klein e Zur (2009) che misurano come il grado di ostilità verso il management influisca sui risultati e rendimenti ottenuti, essendo poi legato anche al tipo di investitore che lo esercita, paragonando quindi investitori imprenditoriali (come investitori istituzionali, private equity e venture capitalist) e investitori individuali. La reazione del mercato anche qui privilegia gli interventi da parte degli hedge funds con rendimenti del 10,2% più accentuati rispetto ai rendimenti degli altri attivisti imprenditoriali pari al 5,1%. È sottinteso come ai primi possono essere legati gradi di ostilità nei confronti del management più alti e con forme decisamente più aperte, e che quindi non precludono creazione di ricchezze se seguono strategie attiviste.

Sembra abbastanza chiaro grazie a questi studi, il raggiungimento di un primo risultato verso il mio obiettivo, che l'attivismo degli hedge funds sia ben più vicino al creare valore per gli azionisti, invece che come temuto da altri, di portare ad una distruzione di valore per gli stessi e di conseguenza per la società bersaglio.

2.6 I costi dell'attivismo

Fino ad ora abbiamo analizzato le tattiche, l'operato e i rendimenti dell'attivismo, senza mai soffermarci sui costi e sulla risposta di se questi ritorni potessero effettivamente coprire le spese delle

³⁷ Cfr. Manne (1965).

campagne attiviste. È necessario fornire un chiarimento proprio per capire se il perseguimento di tali strategie siano infine convenienti per gli hedge funds stessi.

L'incentivo al monitoraggio da parte degli attivisti è dato dal trade-off tra i costi privati sostenuti del monitoring e benefici pubblici, sempre del monitoraggio, condivisi però da tutti gli azionisti della società³⁸. Ma per una migliore comprensione di questo trade-off è necessario analizzare maggiormente questi costi e benefici.

Alcuni di questi, consistono in costi legati alle disclosure delle partecipazioni rilevanti, alle commissioni legali, al pagamento di soggetti esperti di corporate governance e di banche di investimento (anche noti professori universitari), di pubbliche relazioni, aggiungendo poi altre spese che non sono osservabili, come tempo e impegno, dedicate dai fondi attivisti per negoziare e comunicare con le aziende bersaglio. La maggior parte delle campagne attiviste sono caratterizzate dalla richiesta di elezione di un nuovo membro nel board o dalla discussione di proposte, che rappresentano comunque costi che non possono essere raccolti e calcolati da informazioni pubbliche. E, data la grande frazione di eventi attivisti, sono stati formulati tre stadi di approccio degli hedge funds attivisti con associata, per ciascuno di essi, la stima del costo. Le fasi consistono in: 1) la formulazione e negoziazione di una proposta; 2) la richiesta di entrare nel board della società; 3) le fasi delle proxy fight.

Tuttavia è opportuno riprendere quanto detto nei paragrafi precedenti e riformularlo, per poterlo analizzare in questo contesto. Pensiamo al fenomeno dell'attivismo come a una sequenza coordinata di decisioni che passano da un grado di confronto amichevole ad uno più ostile nel momento in cui falliscono gli stadi precedenti. Nella maggior parte dei casi, una tipica campagna attivista, parte con l'annuncio di tali intenzioni (si pensi allo Schedule 13D) seguito da una specifica richiesta alla società target. Questa fase iniziale difficilmente porta a un successo per l'investitore attivista, che per questo motivo può scegliere se terminare la sua campagna, oppure perseguire con un altro approccio più

³⁸ Grossman and Hart (1980), Shleifer and Vishny (1986).

forte, come la richiesta di un posto all'interno del board. Anche qui c'è da notificare come raramente la società target conceda un posto all'interno del consiglio di amministrazione, per cui in seguito a questo evento, potrà provare a farsi sostenere anche da parte di altri azionisti e stakeholders con la possibilità poi di lanciare una proxy fight.

Riprendendo il trade-off, esso è espresso dal break even point³⁹, composto da due fasi. La prima, in cui viene calcolato il beneficio netto derivante dalla continuazione della strategia, confrontando la ricompensa prevista dalla campagna attivista con il costo di intervento di una delle tattiche scelte. In seguito, questo beneficio (economico), viene paragonato al valore che l'investitore otterrebbe dalla vendita della sua partecipazione. Il costo di continuazione definisce un valore minimo, secondo il quale per l'investitore è indifferente continuare o meno il proprio investimento.

Questa condizione viene quindi trasformata in una decisione da prendere, legata ad una stima che calcola il costo opportunità della campagna attivista.

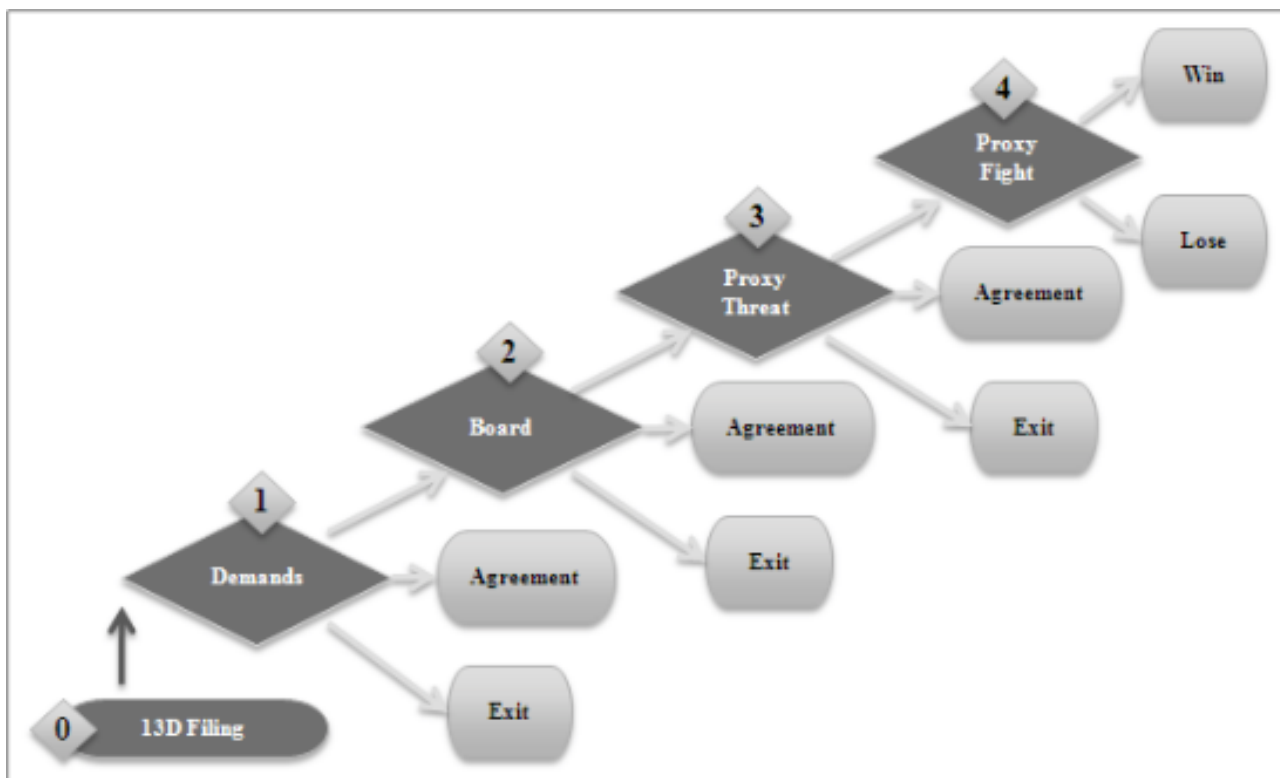
Tutto evidenzia un punto comune per l'analisi dell'operato dei fondi hedge. Inizialmente, essi considerano un insieme di tattiche da effettuare nei confronti della società target, generalizzate in proposte da presentare all'azienda, rappresentazione all'interno del board e proxy fight. Tutte queste strategie, sono in ordine crescente in termini di grado di ostilità, il che significa che si passerà ad una tattica più ostile solo nel momento in cui si è falliti con la tattica (meno ostile) precedente. Anche questa affermazione fa capire come l'attivismo inizia con forme private, e nell'istante in cui non portano a risultati, si passa a forme pubbliche, sempre considerate più ostili nei confronti del management della compagnia. Bisogna ricordarsi però come alcune forme private, in quanto tali, siano difficili da quantificare proprio per l'assenza di informazioni e dati pubblici.

Ora sempre riprendendo il punto di pareggio dell'attivismo (il break even point), possiamo ridefinirlo come un vincolo per il monitoraggio in quanto paragona e determina il livello da cui i benefici attesi dalla continuazione della campagna attivista diventano maggiori rispetto ai costi.

³⁹ Punto di pareggio con cui si indica il punto da cui i costi sono coperti totalmente dai ricavi.

Ad ogni stadio di ostilità, e quindi ad ogni tattica adottata, l'investitore attivista decide se continuare o meno il suo investimento, stimando i relativi costi associati. Il grafico sottostante, mostra chiaramente le fasi decisionali legate al procedimento delle strategie attiviste.

Figura 1: “Gli stadi di ostilità con le tattiche associate”



Fonte: “The cost of shareholder activism: evidence from a sequential decision model”, Work. Paper.

Vari studiosi hanno stimato i costi medi relativi alle tre strategie generalizzate, identificando il costo totale medio di una campagna attivista come la somma dei costi che compongono le tre fasi (proxy threat e proxy fight sono associate e considerate in un unico contesto, come la singola fase finale). La proposta effettuata nei confronti della società target presenta un costo medio stimato pari a 2.94 milioni di dollari. Il costo del primo stadio è, data la difficoltà di reperire informazioni, difficile da calcolare precisamente, anche se è facilmente comprensibile come le spese ad esso associate rappresentino una percentuale bassa rispetto al costo totale di questo fenomeno.

Per meglio capire a cosa ci stiamo riferendo quando affermiamo che è difficile analizzare quantitativamente questo stadio, basti pensare che è caratterizzato da molte riunioni, chiamate telefoniche con il presidente, l'amministratore delegato, e il direttore finanziario insieme ad altri

membri interni ed esterni alla compagnia. Ancora più importante è il contatto con tutti gli stakeholders esterni, che possono appoggiare, condividere e migliorare la loro attività.

Mentre, la richiesta di rappresentazione nel board rappresenta la fase meno costosa, con un valore economico pari a 1.83 milioni di dollari, che possono essere attribuiti all'impegno e al lavoro da parte dell'investitore attivista per trovare un candidato valido da presentare all'interno del consiglio di amministrazione. Tuttavia, questo stadio può essere soggetto a variazioni di prezzo, nel momento in cui l'hedge fund attivista viene aiutato da parte di banche di investimento o altri intermediari finanziari, che gli forniscono (sotto pagamento) le presentazioni e le analisi da fornire al board dell'azienda bersaglio⁴⁰. Per concludere, la proxy fight, ultimo stadio delle tattiche attiviste per grado di ostilità, presenta un costo medio pari a 5.94 milioni di dollari. Come era possibile intuire il costo più alto sostenuto da tali investitori è associato al grado di ostilità maggiore nei confronti del management della società target.

Andando a sommare i vari risultati ottenuti ricaviamo il costo totale medio di una campagna attivista che comprende tutte e tre le fasi, che arriva ad un valore pari a 10.71 milioni di dollari.

Conoscendo ora un "valore medio" possiamo avere un'idea dei costi associati a tale modo di operare, potendoli contestualizzare e confrontare con i rendimenti dell'attivismo. Il risultato trovato, sempre in media, vede in seguito alla sottrazione del costo medio totale di una campagna attivista (che si conclude con una proxy fight) i rendimenti totali ridotti di due-terzi, facendoci capire il ruolo fondamentale che gioca il costo, nel processo decisionale relativo all'attivismo.

⁴⁰ Carl Icahn richiese a Lazard di preparare un report da presentare a Times Warner sotto pagamento di una parcella pari a 5 milioni di dollari.

3. GLI EFFETTI IN UN CONTESTO BANCARIO: FONDI ATTIVISTI E CONTRATTI DI PRESTITO BANCARIO

3.1. Impatti sul rischio e performance bancarie

Alcuni contributi teorici pubblicati dopo la crisi finanziaria del 2008 hanno focalizzato l'attenzione sulla corporate governance bancaria e sulla sua capacità di creare valore⁴¹. Questi studi, partendo dall'assunto che la corporate governance presenta un impatto rilevante sul rischio bancario e sulle performance degli istituti di credito, hanno sottolineato come non vi siano peraltro evidenze sul ruolo assunto dallo specifico meccanismo dello shareholder activism. Ci si è chiesto, cioè, se l'attivismo dei fondi costituisca un elemento di vantaggio per gli azionisti bancari, i creditori e il pubblico.

Va ricordato che la caratteristica dell'attività delle aziende bancarie è l'assunzione del "rischio di credito" che, nel suo significato più generale, può essere definito come un insieme di avversi eventi, futuri ed incerti, il cui anche concretizzarsi è in grado di determinare negativi riflessi sulle risultanze reddituali della gestione⁴². Per fronteggiare il rischio di credito, le banche devono procedere sia ad una preliminare individuazione degli eventi avversi, futuri ed incerti, e delle loro determinati, sia ad una valutazione della probabilità che quegli eventi si concretizzino. Le banche, inoltre, devono valutare la dimensione dei riflessi negativi che questi eventi potrebbero determinare sulle risultanze lucrative della loro gestione⁴³.

Nello svolgimento dell'attività di assistenza creditizia, le banche devono fronteggiare, innanzitutto, quelli che vengono definiti come "rischio finanziario" e "rischio patrimoniale". Queste due tipologie di rischio sono caratteristiche dell'attività imprenditoriale, ma possono essere applicate anche alla clientela retail. Il "rischio finanziario" si concretizza quando il beneficiario di un intervento creditizio adempie con un ritardo più o meno rilevante agli obblighi contrattuali di remunerazione e rimborso delle somme erogategli. Il "rischio patrimoniale" si concretizza quando il beneficiario di un prestito,

⁴¹ R.A. Roman, *Investor activism effects in banking: Is activism beneficial for bank shareholders, creditors, and the public?*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2015; J. Xu, Y. Li, *Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting*.

⁴² E. Kocenda, M. Vojtek, *Default Predictors and Credit Scoring Models for Retail Banking*.

⁴³ B. Engelman, E. Hayden, D. Tasche, *Testing Rating Accuracy*, in *Risk*, 2000.

non è in grado di assolvere, in tutto o in parte, a quegli obblighi. Il “rischio finanziario” ed il “rischio patrimoniale” compongono quello che di solito è indicato come “rischio di credito”⁴⁴.

In questo quadro generale l’attivismo dei fondi presenti tra gli azionisti bancari è stato preso in esame da diversi punti di vista. La domanda circa i vantaggi arrecati dall’attivismo dei fondi nel sistema bancario chiama in causa, infatti, il ruolo giocato nella stabilizzazione del sistema. Alcuni autori hanno evidenziato, infatti, il ruolo giocato dai fondi hedge durante alcune importanti crisi finanziarie che hanno caratterizzato i mercati internazionali negli ultimi trent’anni. I fondi speculativi sono stati considerati, infatti, tra i principali responsabili delle crisi sistemiche, anche se non sempre tale interpretazione può essere considerata del tutto realistica⁴⁵.

I fondi attivisti sono stati collegati, ad esempio, alla crisi del sistema dei cambi del 1992, un episodio considerato emblematico circa il ruolo assolto dagli hedge funds sui mercati finanziari internazionali⁴⁶. Una specifica responsabilità è attribuita ai fondi attivisti anche nelle turbolenze del mercato obbligazionario del 1994 e nelle crisi dei mercati emergenti del 1997. La stessa crisi finanziaria del 2008 è stata caratterizzata da una situazione di accentuato rischio sistemico⁴⁷ per un numero rilevante di banche nazionali. Nonostante ciò i fondi attivisti hanno manifestato una crescita delle masse gestite e delle performance dal 1995 al 2007 e, anche dopo la crisi finanziaria che ha colpito l’economia mondiale nel 2008, questi attori hanno continuato a crescere in modo significativo.

⁴⁴ G. Petrini, Entro e oltre Basilea 2: non solo rating, ma anche processi, in Banche e banchieri, 2009.

⁴⁵ E. Croci, Shareholder activism, azionisti, investitori istituzionali e hedge fund.

⁴⁶ F. Piluso, I fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking. Minaccia o opportunità? 2013.

⁴⁷ Il rischio sistemico può essere definita, in generale, come la situazione di contagio che può coinvolgere il sistema finanziario facendo sì che, attraverso rapporti principalmente di tipo commerciale, l’insolvenza di alcuni istituti, l’illiquidità del mercato e le perdite si possono propagare velocemente durante periodi di difficoltà finanziaria. Il rischio sistemico si riferisce, quindi, ad una situazione in cui molte (se non tutte) «le istituzioni finanziarie si trovano in un momento di difficoltà a causa di uno shock comune o di un processo di contagio»: F. Cusin, Misure di rischio sistemico e connettività nei mercati finanziari: analisi del mercato europeo, 2011.

Figura 2: “Le performance dei fondi attivisti nei periodi di crisi”

	<i>Performance durante le crisi</i>	<i>Performance dopo 12 mesi</i>	<i>Performance dopo 24 mesi</i>	<i>Performance dopo 36 mesi</i>
Crisi russa (agosto -settembre 1998)	-8.07%	+23.29%	+53.74%	+46.94%
Bolla di Internet (aprile 2000 - marzo 2003)	+1.21%	+23.00%	+30.27%	+49.76%
Crisi dei Subprime (aprile 2007- marzo 2009)	-16.86%	+22.45%	+34.11%	n.d.

Fonte: “F. Piluso, I fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking.”

La letteratura economica osserva come, paradossalmente, i fondi attivisti e le banche partecipate siano uscite dalla crisi presentando performance asimmetriche e venendo sottoposti a una diversa azione di controllo da parte delle autorità internazionali e nazionali. Sul versante bancario, infatti, per evitare crisi sistemiche regionali o mondiali di entità rilevante, le vicende del 2008 hanno reso necessario un adeguamento di questi parametri, portando alla redazione del nuovo accordo denominato Basilea III. La situazione di recessione ha messo in evidenza, infatti, alcuni aspetti di debolezza di Basilea II, in particolare su tre aspetti: a) il sistema dei rating soprattutto esterni e la loro capacità di cogliere esaustivamente la reale esposizione al rischio; b) la valutazione dei rischi sistemici, come il rischio di tasso e di liquidità; c) il ruolo della vigilanza, da legare alla sotto-patrimonializzazione evidenziata da gran parte delle banche internazionali⁴⁸.

Queste considerazioni evidenziano l'importanza di un'analisi approfondita circa i vantaggi arrecati dalla presenza di fondi attivisti nel capitale e nel board delle banche. Come osserva Roman, «banking is one place where the goal of maximizing shareholder value should not be taken for granted as it may not be socially optimal. Here, a single firm's maximization may spill negative externalities to the financial system. Therefore, it is important for researchers and policy makers to understand

⁴⁸ Il Comitato di Basilea III ha presentato un primo pacchetto di proposte regolamentari nel luglio del 2009. Questo pacchetto ha riguardato i requisiti patrimoniali per i rischi di mercato e alcune operazioni di finanza innovativa. In dicembre il Comitato ha pubblicato due altri documenti di consultazione relativi alle proposte sull'adeguatezza del capitale e sul trattamento del rischio di liquidità⁴⁸. Il nuovo sistema di regole prevede: a) una maggior quantità di capitale di migliore qualità, con l'abolizione del patrimonio di categoria Tier 3; b) una migliore copertura del rischio; c) l'introduzione di un limite massimo alla leva; d) il rispetto di due requisiti di liquidità: il primo di breve periodo (Liquidity Coverage Ratio – LCR) ed il secondo di natura strutturale (Net Stable Funding Ratio – NSFR)⁴⁸. Infine, sono state studiate apposite misure per promuovere l'accumulo di capitale nelle fasi positive del ciclo economico in modo da ridurre i rischi di prociclicità e di razionamento. Cfr. C. Iacopozzi, L'applicazione di Basilea 2 in Italia: aspetti tecnici ed elementi di riflessione, Cedam, 2009.

whether activism could be destabilizing in banking, even when what shareholder activists advocate seems, from their perspective, individually maximizing»⁴⁹.

3.2. Un'analisi dell'attivismo nelle banche

Negli ultimi vent'anni, l'assetto proprietario delle principali banche europee ed italiane ha fatto registrare un processo di progressiva privatizzazione. Il progressivo arretramento dello Stato è stato accompagnato da una crescente presenza di investitori istituzionali partecipanti al capitale delle banche. Emblematico in questo senso è il caso italiano. Basti pensare che in undici anni (vale a dire dal d.lgs. n. 356/1990, che ha dato avvio al processo di privatizzazione del sistema bancario, sino all'ultima operazione in tal senso) lo Stato ha dismesso una presenza azionaria quantificata intorno al 75%⁵⁰.

Il processo di privatizzazione è stato accompagnato da un significativo mutamento dell'assetto proprietario delle banche quotate, sia per quanto riguarda la sua composizione che per quanto attiene il suo livello di concentrazione⁵¹.

Su questo secondo versante, le banche italiane hanno fatto registrare una sensibile riduzione della concentrazione della proprietà azionaria. Se all'inizio degli anni '90, il grado di concentrazione azionaria⁵² si attestava intorno al 56%, a metà di tale decennio era sceso al 40%. Se si analizza il dato relativo alle partecipazioni rilevanti sul totale del capitale sociale, è possibile rilevare come le quote detenute dai tre principali azionisti sia passata dal 66,6 al 61,6%. L'entità di questa trasformazione può essere valutata ancora meglio attraverso un confronto con le partecipazioni nelle società quotate. A metà degli anni '90, infatti, il grado di concentrazione del settore non finanziario si attestava ancora intorno al 48%, vale a dire otto punti percentuali in più rispetto agli istituti di credito quotati.

⁴⁹ R.A. Roman, *Investor activism effects in banking: Is activism beneficial for bank shareholders, creditors, and the public?*.

⁵⁰ La presenza statale nel settore bancario rappresentava il 90% degli impieghi alle imprese e l'80% dei depositi.

⁵¹ Banca d'Italia, *Relazione annuale 2012*, Roma, Banca d'Italia, 2013.

⁵² Misurato mediante il parametro della partecipazione del primo azionista.

Il processo di riduzione della concentrazione è proseguito anche nel nuovo millennio. Nel 2010 il grado di concentrazione azionaria era sceso ulteriormente al 26,3%, contro un valore del 45% delle società non finanziarie. Nello stesso tempo, un fenomeno rilevante nello sviluppo dell'attivismo dei fondi è stata la crescita delle Fondazioni di origine bancaria. Questo termine fa riferimento a un ente di diritto privato, caratterizzato, da un lato, dalla piena autonomia statutaria e gestionale, dall'altro da precisi limiti stabiliti dalla legge, oggi meno ampi che in passato⁵³.

La legge n. 218 del 1990, oltre a determinare la trasformazione in società per azioni dei precedenti enti creditizi, ha portato alla creazione delle fondazioni bancarie, cui è stato attribuito, in una prima fase, il controllo azionario delle società bancarie nate da questa evoluzione. La successiva regolamentazione del settore, contrassegnata soprattutto dal decreto legislativo n. 153 del 1999, ha stabilito la progressiva fuoriuscita delle fondazioni dal controllo sugli operatori bancari⁵⁴. Nonostante ciò le Fondazioni hanno continuato a mantenere un ruolo rilevante, attestato dal fatto che il valore delle partecipazioni rilevanti (attraverso investimenti in azioni quotate nel settore bancario) è cresciuto dal 4,6% del 1990 fino al 6,5% del 2012. La loro partecipazione assume un'importanza particolare nelle principali banche-capogruppo quotate per capitalizzazione, in cui arrivano a detenere il 75% delle partecipazioni. Questa evoluzione sembra attestare l'orientamento del settore bancario italiano verso un modello di proprietà "ristretta", caratterizzata da un nocciolo duro costituito dalle Fondazioni.

Un secondo fenomeno significativo è rappresentato dall'aumento degli operatori stranieri quali detentori di quote di capitale. L'approvazione del Testo Unico bancario, assicurando una maggiore protezione alle minoranze azionarie, ha creato condizioni maggiormente favorevoli sia per l'ingresso degli investitori stranieri nel mercato bancario italiano, sia per una maggiore diversificazione dei portafogli di investimento azionario. Nel 2013 gli investitori istituzionali esteri detenevano una quota

⁵³ G.P. Barbetta, P. Ranci, Le fondazioni bancarie come strumenti di crescita civile, in *Il Milano*, 1995.

⁵⁴ G.P. Barbetta, Le fondazioni di origine bancaria: dalla nascita per caso all'esercizio dell'innovazione sociale, in <http://www3.unicatt.it/unicattolica/CentriRicerca/crc/allegati/2007%20-%20FOB%20 torino.pdf>; G. P. Barbetta, *Frankenstein? O delle fondazioni di origine bancaria*, in G. Ponzanelli (a cura di), *Le fondazioni bancarie*, Torino, Giappichelli, 2005.

di partecipazioni nel capitale delle banche quotate nel FTSE MIB pari al 26% (di poco superiore a quella relativa alle società non finanziarie).

In questo quadro generale, la letteratura economica sottolinea come i diversi settori bancari nazionali (e all'interno di questi i diversi tipi di istituti) presentino un diverso grado di attivismo dei fondi. Queste differenze sono riconducibili, in gran parte, al meccanismo di remunerazione dei manager degli hedge funds e ai minori vincoli operativi a cui essi sono sottoposti. Da un lato, infatti, una differenza rilevante tra gli investitori hedge "attivisti" e gli altri fondi sta nella struttura delle retribuzioni dei gestori del fondo: negli hedge funds una parte significativa è proporzionale al profitto conseguito, mentre spesso nei fondi pensione e nei fondi d'investimento non lo è. Un'altra differenza sta nella scarsa regolazione dei fondi hedge, soprattutto in termini di vincoli relativi al tetto massimo di azioni acquisibili e di applicazione del principio di diversificazione, per cui possono investire più di una certa percentuale del loro capitale in un singolo titolo⁵⁵.

A partire dalla fine degli anni '80 è venuta a delinarsi un'ampia letteratura che tende a collegare le performance bancarie al peso crescente degli investitori istituzionali nel capitale degli istituti. La teoria empirica sottolinea infatti come «increasing shareholders' power to intervene will enhance shareholder value by addressing important agency problems which may afflict publicly traded companies»⁵⁶. Tuttavia, altri studi condotti sull'attivismo dei fondi statunitensi hanno portato a risultati contrastanti. Mentre l'attivismo sembra in grado di indurre mutamenti nella struttura della governance bancaria, i risultati non attestano con piena evidenza che vi sia un incremento nel valore delle azioni nelle performance operative⁵⁷.

Il settore bancario presenta, del resto, alcune caratteristiche peculiari che lo distinguono dal settore non finanziario. In primo luogo, si tratta di un'area operativa la cui stabilità rappresenta un obiettivo prioritario dal punto di vista economico-sociale. In secondo luogo, il settore bancario risulta essere

⁵⁵ A. Brav., W. Jiang, F. Partnoy, R. Thomas, The Return of Hedge Funds Activism, in ECGI Law Working Paper, 2008.

⁵⁶ A. Klein, E. Zur, Bank Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors.

⁵⁷ J. M. Karpoff, The impact of shareholder activism on target banks, 2003.

particolarmente vulnerabile rispetto a diverse forme di instabilità e di shock rispetto ad altri settori economici, dal momento le banche «tend to be the most highly levered firms and they are subject to runs on their shortterm liabilities»⁵⁸. Infine, il contesto bancario presenta un elevato livello di opacità operativa e informativa.

Soprattutto per le banche, il tema della corporate governance e dell'attivismo dei fondi va inquadrato nell'ambito dell'agency theory⁵⁹. Quest'ultima assume che gli individui sono pienamente razionali e cercano di massimizzare la propria utilità (intesa come combinazione di guadagni e di soddisfazioni), anche a scapito degli interessi degli azionisti. Secondo questo approccio, la natura societaria viene definita sulla base delle relazioni contrattuali che si instaurano tra principali (mandanti) e agenti (mandatari)⁶⁰. La relazione tra le due parti presenta alcune caratteristiche: a) la discrezionalità di cui godono gli agenti nello svolgimento del loro servizio anche al di fuori dei limiti posti dal contratto; b) l'asimmetria informativa che fa sì che il principale non possa avere una conoscenza perfetta dell'operato sull'agente. Questa asimmetria genera due tipi di problemi legati a due differenti tipologie di comportamento. Da un lato, vi è il cosiddetto problema di adverse selection, cioè un problema di informazione nascosta, in quanto il principale non è in grado di valutare con precisione le effettive capacità dell'agente. Un secondo problema è quello di moral hazard, ossia di comportamento sleale legato cioè all'impossibilità da parte del principale di verificare l'operato dell'agente in maniera efficace; c) gli equilibri nelle distribuzioni dei risultati che fanno sì che il rischio gravi prevalentemente sul principale, data la modalità di remunerazione costituita dal diritto al residuo⁶¹.

⁵⁸ R.A. Roman, Investor activism effects in banking: Is activism beneficial for bank shareholders, creditors, and the public?

⁵⁹ La prima applicazione della agency theory all'analisi del governo societario risale al contributo di M.C. Jensen e W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 1976.

⁶⁰ Principale è colui che assume un'altra persona affinché svolga l'attività nel suo interesse. La relazione tra amministratori e azionisti può essere rappresentata, quindi, nei termini di un "rapporto di delega" (agency relationship), nell'ambito del quale i primi (gli amministratori) sono considerati "delegati" dei secondi (gli azionisti) poiché sono giuridicamente tenuti ad esercitare le loro prerogative in vista della realizzazione dell'"interesse sociale", che si identifica con l'interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore dell'investimento azionario. Cfr. M. Grillo, Teoria dell'impresa e teoria dei diritti di proprietà, in S. Zamagni (a cura di), Imprese e mercati, 1991.

⁶¹ M. Grillo, Teoria dell'impresa e teoria dei diritti di proprietà.

La teoria dell'agenzia evidenzia, quindi, come nel settore bancario il monitoraggio non sia, nella maggior parte dei casi, uno strumento sufficiente a riallineare gli obiettivi di manager e azionisti. In una relazione di agenzia i comportamenti opportunistici possono nascere dalla presenza di hidden actions (le azioni dell'agente non sono osservabili) e di hidden information (l'agente ha informazioni che il principale non ha). Viene rilevato, in particolare, come vi siano quattro categorie di conflitti di interesse tra manager e azionisti: impegno, orizzonte temporale, propensione al rischio e uso delle risorse. In primo luogo il livello di impegno dei manager che è ottimo per gli azionisti non coincide spesso con l'ottimo "privato" per i manager, essendo inferiore a quello richiesto. È interessante osservare che se le azioni del manager fossero osservabili e verificabili esse potrebbero essere fissate *a priori*. In questo modo sarebbe possibile ottenere una soluzione Pareto-Efficiente (detta anche first-best). Nella pratica questo contratto non può esistere per diversi motivi. In primo luogo le azioni del manager (e in particolare il livello di sforzo) sono difficilmente verificabili. Inoltre un contratto che debba prevedere tutti gli stati di natura futura non è concepibile e, anche se lo fosse, richiederebbe uno sforzo (e quindi un costo) di gran lunga superiore ai benefici⁶².

Un secondo conflitto di interessi tra manager e azionisti nasce dal fatto che le due parti fanno riferimento a un diverso orizzonte temporale. Gli azionisti, infatti, sono interessati al valore dell'impresa e quindi considerano un orizzonte temporale di riferimento teoricamente infinito. Un terzo conflitto di interessi nasce dalla differente propensione al rischio di manager e azionisti. In generale infatti i primi hanno una propensione al rischio molto inferiore a quella dei secondi. Infine i manager possono agire in modo difforme dai desideri degli azionisti per quanto riguarda l'utilizzo delle risorse (sia materiali sia finanziarie) dell'impresa⁶³.

Nello stesso tempo l'attivismo dei fondi può costituire un strumento efficace per mettere in atto strategie di controllo e di orientamento della strategia bancaria, allo scopo di ridurre l'opacità informatica.

⁶² R.A. Roman, Investor activism effects in banking: Is activism beneficial for bank shareholders, creditors, and the public?

⁶³ M. Jensen, W.H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of Financial Economics, 1976.

3.3. Canali d'azione per gli attivisti

I contributi più recenti, con specifico riferimento all'attivismo in ambito bancario, sottolineano come la presenza di fondi aumenti la propensione al rischio dell'istituto e il valore di mercati per gli azionisti. Queste due caratteristiche portano con sé, peraltro, una serie di svantaggi per i creditori bancari e costituiscono un rischio potenziale per la stabilità operativa della banca.

Come si è ricordato in precedenza, gli investitori istituzionali sono visti come i soggetti in grado di rappresentare una soluzione al problema dei costi di agenzia, grazie alla loro disponibilità di risorse informative e finanziarie allo scopo di monitorare le decisioni dei vertici bancari e di influenzarne gli orientamenti strategici. La teoria sull'intermediazione finanziaria evidenzia, infatti, come la presenza di intermediari finanziari possa diminuire i costi di monitoraggio. Questo meccanismo dipende dal fatto che l'intermediario investe i propri fondi in numerose società (bancarie e corporate) e ha quindi un portafoglio diversificato, su cui esercita un'attività di sorveglianza. La diversificazione del portafoglio permette di ridurre (e al limite di eliminare) l'incidenza di eventi casuali sulla performance del manager. Quindi, come osserva la dottrina, «la redditività media del portafoglio amministrato dipenderà in misura maggiore dalla quantità e dal valore della sorveglianza effettivamente eseguita, e in misura minore dall'effetto di eventi casuali esterni. La redditività del portafoglio risulta perciò essere una misura più precisa dello sforzo del manager del fondo nell'eseguire sorveglianza. Ciò permette la creazione di meccanismi di incentivazione più efficaci, che consentono di controllare la banca a costi più contenuti (e al limite nulli)»⁶⁴.

Un secondo elemento che concorre a fare sì che la presenza di fondi tra gli azionisti delle banche risulti vantaggiosa è legato all'effetto reputazionale. Un intermediario finanziario è incentivato, infatti, a creare e mantenere un'elevata reputazione legata a un efficiente controllo sull'istituto bancario. In primo luogo «un controllo più efficiente permette di aumentare la redditività del fondo rispetto a concorrenti meno efficienti. Ciò attrarrà un numero superiore di depositanti, generando una

⁶⁴ S. Melchiorre, *Investitori istituzionali e controllo bancario*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2010.

remunerazione superiore per i manager del fondo stesso»⁶⁵. Un secondo incentivo reputazionale deriva dall'interesse stesso della banca le cui azioni sono detenute dal fondo. La presenza di un socio di riferimento in grado di effettuare un'efficiente sorveglianza consente, infatti, di collocare le azioni presso il pubblico a un prezzo superiore, che riflette l'impegno di monitoring e che è tanto maggiore quanto più elevata è la reputazione dell'intermediario.

Nell'ultimo ventennio, infatti, i fondi attivisti hanno assunto un atteggiamento più attivo nella gestione delle banche, sollecitati soprattutto dalla necessità di ottenere performance positive in periodi di grande turbolenza finanziaria⁶⁶.

Il controllo operato dai fondi attivisti avviene mediante strumenti diversi. Le due forme più comuni consistono nella presenza di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione della banca e nei diritti di voto. Sul primo versante è evidente come la partecipazione all'attività del board permetta di definire l'agenda strategica della banca e di orientare il piano operativo e la politica di investimento dell'istituto. Maggiore è il peso decisionale dei fondi attivisti, maggiore è la loro capacità di incidere in modo rilevante sulla strategia di mercato.

Anche il diritto di voto rappresenta un efficiente strumento di controllo. Nell'ambito delle società quotate, infatti, il legislatore riconosce speciali diritti di quota allo scopo di incentivare l'acquisto (da parte di investitori professionali e istituzionali) di una partecipazione qualificata. Ciò comporta l'esercizio attivo, tra l'altro, del diritto di intervento e voto in assemblea⁶⁷. Una volta che si è acquisita una partecipazione rilevante (anche se non di controllo) in una società, non risulta più vantaggioso gestirla solo con gli strumenti dell'exit.

Nel contesto italiano uno strumento utilizzato ampiamente dai fondi attivisti è quello dei patti parasociali. L'art. 20 del Testo unico bancario stabilisce che «ogni accordo, in qualsiasi forma concluso, compresi quelli aventi forma di associazione, che regola o da cui comunque possa derivare

⁶⁵ Ibidem.

⁶⁶ J. Xu, Y. Li, Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting.

⁶⁷ G. Oppo, Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate, 1999.

l'esercizio concertato del voto in una banca, anche cooperativa, o in una società che la controlla deve essere comunicato alla Banca d'Italia dai partecipanti ovvero dai legali rappresentanti della banca o della società cui l'accordo si riferisce»⁶⁸.

A sua volta l'art. 122 del d.lgs. 58/1998 (come anche l'art. 2341-ter c.c.) non definisce la categoria dei patti parasociali, ma prende in considerazione solo alcuni tipi di patti parasociali aventi uno specifico contenuto ed un preciso fine, limitandosi a regolamentarne alcuni aspetti. Il comma 5 dell'art. 122 Tuf elenca cinque categorie di patti in relazioni ai quali trova applicazione la disciplina sulla pubblicità. Le cinque categorie sono: i patti aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto (vale a dire i sindacati di voto) e i patti di consultazione per l'esercizio del diritto di voto⁶⁹, i patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni⁷⁰, i patti che prevedono l'acquisto delle azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni⁷¹, i patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulle società quotate o sulle loro controllanti⁷² e infine, come integrato dall'art. 4 del d.lgs. n. 229 del 2007, i patti diretti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta.

In generale, è possibile affermare che l'essenza del contratto parasociale sta nel fatto che i soci dispongono, attraverso un contratto separato, dei diritti che derivano loro dall'atto costitutivo,

⁶⁸ S. Benocci, Artt. 20-21, in Testo unico bancario.

⁶⁹ Il sindacato di voto è un accordo in forza del quale i soci aderenti si obbligano a concordare preventivamente le modalità del diritto di voto da esercitare in assemblea ovvero a delegare ad un terzo l'esercizio del voto, solitamente secondo la decisione del sindacato stesso (cioè, in modo predeterminato). Lo scopo di questi accordi è quello di formare delle "coalizioni" (tra i soci sindacati) che assicurino stabilità ed efficienza nella gestione della società, consentendo l'attuazione di programmi a media e lunga scadenza. Allo stesso modo, se sono stipulati fra i soci di minoranza, permettono di realizzare una più efficace opposizione alla maggioranza preconstituita e, quindi, una migliore difesa dei comuni interessi.

⁷⁰ Il sindacato di blocco è l'accordo con il quale i soci si impegnano, nel caso di cessione delle azioni per atto tra vivi, a non trasferirle a terzi senza il consenso degli altri soci (cosiddetta clausola di gradimento) o a garantire un diritto di prelazione a favore degli altri soci, assicurando così il mantenimento della maggioranza esistente nella società e impedendo delle possibili "scalate" da parte dei soci estranei all'accordo o di gruppi economici e finanziari.

⁷¹ I patti di acquisto sono patti che hanno l'effetto di imporre l'acquisto di azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono facoltà di acquisto e sottoscrizione di azioni, sia nella società di riferimento che in altre, allo scopo di rafforzare la posizione di controllo del patto nel suo complesso.

⁷² I patti di consultazione sono patti che hanno l'effetto di imporre agli aderenti obblighi di preventiva consultazione sulla direzione dell'esercizio del diritto di voto e che, a differenza dei sindacati di voto, nei quali l'intendimento collettivo è vincolante per l'espressione individuale del voto, hanno come finalità il semplice scambio di informazioni prima che il convincimento del singolo aderente sia formato in modo definitivo.

impegnandosi reciprocamente ad esercitarli in un modo predeterminato. I contratti parasociali, quindi, sono patti destinati a regolare i comportamenti che le parti si prefiggono di tenere nelle loro qualità di soci⁷³.

E' evidente, peraltro, come la disponibilità (e la possibilità) dei soci a monitorare l'operato degli amministratori dipenda dal possesso di conoscenze, risorse economiche e tempo. In assenza di questi strumenti il monitoraggio delle azioni dei manager risulta inefficace (perché i manager hanno informazioni non disponibili a chi li deve controllare) e inefficiente (in quanto gli azionisti sopportano tutto il costo dell'attività di monitoraggio ma internalizzano solo una minima parte dei benefici connessi ad esso)⁷⁴. Ciò spiega la centralità, tra le varie forme di attivismo, dell'attività posta in atto dagli investitori istituzionali. La dimensione e la professionalità di questi ultimi offrono loro, soprattutto nel settore bancario, «gli incentivi sufficienti a dispiegare quell'attività di vigilanza che, viceversa, risulta troppo onerosa per l'investitore individuale»⁷⁵.

Gli investitori istituzionali tendono, a volte, ad assumere un atteggiamento di influenza sui board, vale a dire strategie attiviste, come reazione rispetto alla crescente concentrazione delle partecipazioni societarie. Ciò infatti «riduce i costi di coordinamento fra investitori e, contemporaneamente, rende meno convenienti le opzioni alternative all'attivismo, quali il disinvestimento (c.d. exit, tanto meno praticabile quanto maggiore il pacchetto azionario) o il disinteresse (c.d. free riding)»⁷⁶. L'incentivo alla sorveglianza trova un limite, infatti, nel fatto che gli azionisti affrontano un costo diretto o indiretto personale nell'esercitare questa sorveglianza, mentre i benefici della sorveglianza vengono distribuiti tra tutti i soci in proporzione alle quote sociali.

Anche nel caso del settore bancario, peraltro, la partecipazione presenta un duplice problema di "allineamento". Da un lato vi è quello tra l'interesse dei soci (tra cui i fondi) e quello perseguito dagli

⁷³ Cfr. L. Amati, Patti parasociali: genesi, evoluzione e aspetti operativi, in *Diritto e pratica delle società*, 2009.

⁷⁴ Si ha cioè un fenomeno di free riding che è molto più rilevante quanto più la proprietà è dispersa.

⁷⁵ M. Erede, G. Sandrelli, "Inappropriate short-term activism" vs. "appropriate long-term engagement", Milano, Università Bocconi, 2011.

⁷⁶ M. Erede, G. Sandrelli, "Inappropriate short-term activism" vs. "appropriate long-term engagement".

amministratori. Questo allineamento viene risolto, di solito, mediante lo strumento del monitoring e quello degli incentivi⁷⁷. Tale approccio, però, «assumes the principal is able to specify in advance what the appropriate work activities should be and monitor the agent's behavior to identify any deviations from these specifications»⁷⁸. Oltre ad essere costosa, inoltre, l'attività di monitoraggio può sempre mantenere un certo livello di asimmetria informativa tra principale e agente. Una soluzione alternativa è di prevedere un premio (compensation) collegato al raggiungimento di determinati obiettivi individuati dagli azionisti. Anche questo approccio, peraltro, comporta costi di agenzia dal momento che presuppone la valutazione delle performance dell'agente. Inoltre, esso trasferisce un certo grado di rischio dagli azionisti al management in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi⁷⁹.

Un secondo problema di “allineamento”, altrettanto complesso, riguarda gli interessi degli investitori istituzionali (i legal owners, cioè i titolari delle azioni oggetto di investimento) e quelli dei propri sottoscrittori (i beneficial owners, che vantano sulle azioni un “interesse beneficiario”). I gestori dei fondi potrebbero non avere incentivi razionali a porre in essere una forma di attivismo a causa di una serie di fattori convergenti. Un secondo ostacolo all'attivismo viene individuato nel fatto che alcune tipologie di fondi (in particolare i fondi pensione negli Stati Uniti) sono portatori in seno alla banca di interessi non assimilabili a quelli tipici dei soci. Essi, ad esempio, possono appoggiare politiche di gestione prudenti a scapito della redditività.

3.4. Hedge funds e mercato dei prestiti

Un tema rilevante è quello della correlazione tra la presenza di fondi attivisti nelle imprese e la politica di credito messa in atto dall'istituto bancario. Alcuni recenti studi hanno ipotizzato, infatti, come l'attivismo degli hedge funds abbia un impatto rilevante sul mercato dei prestiti. Si afferma, infatti,

⁷⁷ E. F. Fama, M. C., Jensen, Separation of Ownership and Control, in *Journal of Law and Economics*, 1983.

⁷⁸ Ivi, p. 310.

⁷⁹ S. Gillian, L.T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 2010.

che «banks respond to hedge funds activism by adjusting the loan spreads and altering the loan contract terms⁸⁰.

L'importanza di questo tema è determinata dal fatto che l'accesso ai finanziamenti rappresenta un'importante leva per la nascita e lo sviluppo delle realtà imprenditoriali. La letteratura concorda sul fatto che per sopravvivere e crescere, anche in tempi “normali”, le imprese (soprattutto di piccole e medie dimensioni) hanno bisogno di politiche di sostegno⁸¹. In tempi di crisi esse sono inoltre particolarmente vulnerabili per diverse ragioni: la difficoltà derivante da una contrazione dimensionale, la minore diversificazione dell'attività produttiva, la struttura finanziaria più debole, un credit rating basso (o assente), la dipendenza dal credito bancario⁸².

In relazione al contesto europeo, un recente studio del Fmi⁸³ rileva l'impatto negativo del razionamento del capitale sugli investimenti e sulla crescita delle economie. Il termine “razionamento del credito” (in inglese credit crunch) si riferisce alla riduzione dell'offerta di credito o alla crescente rigidità dei criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese, che tende a essere indipendente dall'aumento dei tassi di interesse e ad assumere un'intensità superiore e non correlata all'andamento dell'economia. In questa situazione il credito diventa meno accessibile a qualunque livello dei tassi di interesse. Come conseguenza, l'accesso delle imprese al finanziamento bancario diventa più difficile e può condurre all'ulteriore peggioramento delle condizioni economiche e finanziarie del sistema produttivo⁸⁴.

I fattori che spiegano la maggiore prudenza degli intermediari sono diversi: l'aumento della rischiosità della clientela, le difficoltà di funding sui mercati all'ingrosso, l'incremento del costo della raccolta, i vincoli di bilancio derivanti dalle ridotte possibilità di ricorrere all'autofinanziamento e di

⁸⁰ J. Xu, Y. Li, Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting.

⁸¹ Cfr. i contributi raccolti nel volume Oecd, The impact of the global crisis on Sme and entrepreneurship financing and policy responses, Beuxelles, Oecd, 2009.

⁸² P. Bianchi, Crisi economica e politica industriale, 2009.

⁸³ N. Klein, Small and medium enterprises: credit supply shocks and economic recovery in Europe, 2014.

⁸⁴ Nelle Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia del 2013 si stigmatizzano le «difficoltà nel reperire finanziamenti da parte di aziende dotate di favorevoli opportunità di crescita ma prive di accesso diretto al mercato dei capitali» Banca d'Italia, Rapporto annuale, 2013.

reperire sul mercato risorse a titolo di capitale di rischio⁸⁵. In particolare, il sistema creditizio si è trovato nella necessità di aumentare la propria redditività in tempi brevi. Da un lato, infatti, il rallentamento dell'attività economica ha determinato un indebolimento della domanda di prestiti e un peggioramento della qualità dei debitori; dall'altro, questa situazione ha reso molto più rigorosi gli affidamenti e ha finito per razionare ulteriormente il credito.

I contratti di prestito (i quali hanno un impatto significativo sul costo del capitale) vengono negoziati direttamente tra le banche e i prenditori. Si tratta di un mercato particolarmente sofisticato e caratterizzato da un'efficienza informativa analoga a quella del mercato azionario. La letteratura evidenzia, in particolare, come le banche utilizzano la concessione del credito e la tipologia degli strumenti di finanziamento per monitorare e modificare le politiche finanziarie e di investimento delle imprese.

Per quel che riguarda la correlazione tra attivismo e mercato dei prestiti, le ipotesi generali consistono nelle due seguenti: a) da un lato, il monitoraggio assicurato dall'attivismo degli hedge funds consente ai prenditori di migliorare il valore dell'impresa e di incrementare la sua redditività. Alcuni studi⁸⁶ hanno accertato infatti che i fondi attivisti riducono la carenza di cash flow e le retribuzioni troppo elevate dei manager; b) dall'altro lato, i fondi attivisti permettono di incrementare le informazioni di mercato a disposizione dell'impresa accreditata e fornita alla banca prestante. L'esigenza di gestire in modo sempre più efficiente il rischio relativo al proprio portafoglio di esposizioni creditizie ha impegnato, infatti, le banche ad elaborare modelli che permettessero di ottenere una misura adeguata del capitale economico assorbito dall'attività di impiego. Sono stati creati, infatti, una serie di modelli per la misurazione del rischio di credito. Questi modelli, seguendo la logica Value at Risk utilizzata per fronteggiare i rischi di mercato, si propongono di fornire un metodo di calcolo efficiente per

⁸⁵ L'accesso al credito è un aspetto fondamentale per lo start-up e lo sviluppo delle Pmi, le quali hanno opportunità minori per quanto riguarda l'accesso agli equity capital markets. La minore disponibilità di investimenti di equity capital nelle piccole imprese fa sì che esse debbano fare affidamento su altre fonti di finanziamento, in particolare legate al sistema bancario.

⁸⁶ A. Klein, Zur E., The implications of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders, 2009.

accantonare un certo ammontare di capitale proprio e quindi fronteggiare la probabile perdita associata ai differenti rischi tipici dell'attività bancaria⁸⁷.

Nello stesso tempo, viene evidenziato come la presenza di fondi attivisti presenti anche alcune criticità. In primo luogo, questi fondi tendono a modificare l'equilibrio di potere nelle relazioni tra prestatori e prenditori, rendendo più intensi i conflitti tra essi. Gli hedge funds, infatti, «often force the firm management to increase leverage and dividend payouts and repurchase shares»⁸⁸. E' stato rilevato come le imprese rispondano negativamente a tutti gli eventi che determinano un incremento del leverage. Inoltre, la teoria dell'agenzia suggerisce che «excessive dividend payments and share repurchases can increase the credit risk by reducing the assets available for meeting debt obligations and increasing the default risk for lenders»⁸⁹.

Se la letteratura maggioritaria tende ad evidenziare gli effetti positivi della presenza di fondi attivi nell'azionariato delle imprese, un recente studio di Xu e Li ha raggiunto risultati opposti. Partendo da un database bancario che abbraccia l'arco temporale dal 1994 al 2008, i due studiosi hanno analizzato il costo dei prestiti concessi a imprese partecipate e non partecipate da fondi. L'esito della ricerca ha evidenziato come le imprese partecipate presentassero uno spread creditizio più elevato, una maturità più contenuta e fossero associati spesso alla richiesta di garanzie. Ciò sembrerebbe suggerire che la presenza di fondi attivisti determina un incremento del rischio di credito, compensato dall'impresa attraverso una serie di misure contrattuali dirette a mitigarne l'impatto.

In realtà, un'ampia letteratura ha evidenziato come i fondi attivisti rientrano tra gli elementi che contribuiscono a migliorare lo scoring system, permettendo di «allocare in modo ottimale, in senso economico, gli investimenti della banca»⁹⁰. I sistemi di scoring sono, infatti, metodologie di carattere statistico che consentono una rapida valutazione del livello di rischio proprio di un'operazione di finanziamento. Essi forniscono un numero (score) che individua in misura sintetica il grado di

⁸⁷ A. De Luca, Il credit risk management presso i gruppi bancari italiani, in Amministrazione & finanza, 2008.

⁸⁸ J. Xu, Y. Li, Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting.

⁸⁹ Ibidem.

⁹⁰ A. De Luca, Marketing bancario e metodi statistici applicati, 1998.

affidabilità del prestatore sulla base di una serie di informazioni tipicamente “quantitative”, tra cui rientrano anche quelle fornite dai fondi attivisti⁹¹. La stessa presenza degli hedge funds viene ritenuta un elemento di monitoraggio interno e di controllo che tende a migliorare la capacità dell’impresa di onorare il timing di restituzione del prestito.

3.5. Il rating di credito come variabile alternativa del costo del debito

Con lo sviluppo dei mercati finanziari e con la creazione di nuovi strumenti per il reperimento di capitali all’inizio del secolo scorso è nato, negli Stati Uniti, il rating. Essa permette all’investitore di ridurre l’incertezza sull’investimento, ottenendo una limitazione all’incertezza sull’investimento, in quanto garantisce determinati standard. Questa funzione genera una massimizzazione del rendimento, con un’efficiente ripartizione del rischio.

In questo senso il rating può essere definito come una valutazione della capacità di un soggetto debitore di pagare puntualmente gli interessi ed il capitale delle proprie obbligazioni. Esso indica, quindi, il grado di rischio di inadempienza riguardante un determinato debitore (società o ente pubblico), espressa da una società specializzata (agenzia di rating) attraverso un voto legato ad una determinata scala di gradazione (tanto migliore è il voto, tanto minore è la probabilità di inadempienza). Sinteticamente può essere definito come il certificato di garanzia di trasparenza del soggetto debitore.

Il ruolo svolto dai fondi attivisti, con riferimento al rating, presenta la stessa duplice natura osservata in precedenza.

Da un lato, la presenza di hedge funds nell’azionariato delle imprese prestatrici ne aumenta il rischio, dal momento che i fondi tendono a promuovere strategie in grado di assicurare un’adeguata redditività e quindi maggiormente rischiose. Xu e Li osservano che le agenzie tendono ad assegnare giudizi più bassi alle imprese partecipate da fondi. La loro analisi ha potuto verificare, infatti, che «targeted firms

⁹¹ Ivi, p. 49.

are more likely to experience deterioration in their credit ratings relative to non-target firms». In particolare i risultati suggeriscono che «target firms' credit ratings are significantly lower after the event... Economically, for an average firm with 15% unconditional probability of being downgraded, it is about 8% more likely to be downgraded once it is targeted by hedge fund activism, a substantial increase of likelihood»⁹².

Altri autori evidenziano come i fondi attivisti svolgano un ruolo informativo rilevante. La visione classica dell'attività di intermediazione in ambito finanziario riconduce, infatti, l'origine delle agenzie di rating alla presenza asimmetrie informative⁹³.

Le asimmetrie d'informazione tra coloro che forniscono le risorse finanziarie (creditori, azionisti) e coloro che le utilizzano nei processi d'investimento (imprenditori, manager) possono essere di diverso tipo. Esse possono riguardare le caratteristiche di rischio/rendimento dei diversi progetti d'investimento disponibili, oppure il comportamento del prenditore di fondi. In quest'ultimo caso, si presume che il datore di fondi non sia in grado di osservare con precisione, ad esempio, il livello d'impegno dei manager, nonché i rischi in cui questi decidono di incorrere con le risorse dell'impresa. Nelle relazioni di credito-debito, il prenditore di risorse monetarie dispone di solito di maggiori informazioni rispetto al prestatore (vale a dire l'acquirente privato di fondi). Il superamento del divario informativo richiede alti costi per la raccolta e l'elaborazione delle informazioni, creando incentivi per l'intervento delle agenzie di rating.

Il problema di fondo consiste, quindi, nel fatto che i risparmiatori-finanziatori non sono a conoscenza della redditività e della rischiosità dei diversi impieghi potenzialmente disponibili per il loro capitale monetario. L'analisi di Akerlof⁹⁴ mostra come il funzionamento del mercato si debba basare, in assenza di altre possibilità di trasferimento ed acquisizione di informazioni rilevanti, su congetture dei prestatori circa la qualità media degli investimenti. Le agenzie di rating emergono, quindi, come

⁹² J. Xu, Y. Li, Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting.

⁹³ L. White, The credit rating industry: an industrial organization analysis; Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, 2002.

⁹⁴ G. Akerlof, The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, 1970.

produttrici di informazioni, specializzandosi nella loro acquisizione, elaborazione e gestione per una possibile canalizzazione del risparmio verso gli investimenti produttivi.

Nella stessa prospettiva, è possibile ritenere che anche i fondi attivisti contribuiscano a migliorare il livello informativo di tutti i soggetti (in primo luogo le banche erogatrici) che operano nel sistema creditizio e ai soggetti che si impegnano a sostenere rischi finanziari legati all'assunzione di un debito. In questo senso, se è vero che la presenza di hedge funds è associata a strategie operative maggiormente rischiose, è altrettanto vero che il processo decisionale e il monitoraggio legati a queste strategie presentano una maggiore trasparenza.

3.6. Conflitto tra azionisti e altri stakeholders

Un ultimo punto da analizzare riguarda le relazioni tra gli azionisti e gli altri portatori di interessi. La teoria comportamentale vede, infatti, nella banca una coalizione di individui o gruppi con obiettivi diversi e spesso contrapposti.

L'assunto è quello che la banca (in quanto società) è parte costituente di una comunità, composta non solo dagli azionisti, ma anche dai cosiddetti stakeholder, vale a dire da dipendenti, fornitori, clienti, finanziatori: in generale, da tutti quelli che sono in qualche modo legati alla vita della banca e collegano ad essa alcuni loro propri interessi. L'istituto finanziario rappresenta in sostanza una coalizione di diversi gruppi di interesse, ognuno dei quali, oltre a remunerazioni finanziarie o utilità di altro tipo, chiede il cosiddetto side payment, cioè l'impegno a determinati comportamenti. Queste richieste devono essere soddisfatte se si vuole che la coalizione, e quindi la banca, sopravviva. Quest'ultima, però, non deve necessariamente massimizzare il benessere di tutti i partecipanti alla coalizione, ma deve semplicemente considerare le varie richieste come vincoli da soddisfare⁹⁵.

⁹⁵ Dato che gli obiettivi dei partecipanti possono essere in contrasto tra loro, vi è la possibilità di conflitti decisionali. Le finalità della banca non possono essere ridotte alla semplice massimizzazione del profitto o della soddisfazione degli azionisti, ma devono mediare tra le esigenze delle diverse parti in causa. Il raggiungimento di queste finalità è spesso legato alle caratteristiche della banca stessa: quanto più è complessa, tanto più numerosi sono i conflitti, più lunghi i negoziati, e tanto minore risulta l'efficienza nell'assunzione delle decisioni.

In realtà, il potere societario è spesso sbilanciato a vantaggio di particolari soggetti: il management esecutivo nelle banche con azionariato frammentato o il socio di maggioranza negli assetti proprietari dominati da un azionista che dispone del controllo. Per risolvere questa situazione, è necessario monitorare l'operato del management e orientare l'attività d'impresa sui principi di accountability e disclosure. Questi due aspetti rappresentano il tema di fondo dei sistemi di corporate governance che si propongono di migliorare le prestazioni aziendali attraverso il monitoraggio continuo dei risultati ottenuti e l'adozione di un comportamento trasparente verso gli azionisti, il mercato e, più in generale, tutti gli stakeholders⁹⁶.

Anche in questo caso, l'equilibrio tra azionariato e stakeholder può venire assicurato dall'attività di mediazione svolta dei fondi attivisti. Nel modello outsider system, infatti, la corporate governance è incentrata soprattutto sulla dialettica degli azionisti contrapposti al management e sul ruolo importante ricoperto dal mercato per il controllo (tramite i takeover), come regolatore esterno di interessi divergenti. Questo approccio rischia spesso di creare conflitti con gli stakeholder, di fatto esclusi dalle dinamiche di controllo della banca. Il modello dell'insider system (privilegiato dai fondi attivisti) si richiama, invece, all'esperienza dei Paesi in cui prevale la ricerca di un compromesso di interessi, nella più vasta cerchia degli stakeholders, per vie "interne" all'organizzazione della banca. Gli hedge funds sono particolarmente attenti ad assicurare che i contratti fra shareholders e stakeholders siano completi e mutuamente soddisfacenti⁹⁷. Essi perseguono, di solito, una cultura di impresa orientata alla trasparenza informativa come valore da perseguire per l'efficace gestione dei rapporti con gli stakeholder, indipendentemente dalle impostazioni normative. Inoltre, sempre a vantaggio di questi ultimi, i fondi attivisti mettono in atto un'attività di monitoraggio attraverso gli amministratori indipendenti. Non a caso, nelle banche italiane il numero di membri indipendenti è circa il 40% del numero dei consiglieri di amministrazione, un dato che fa pensare alla propensione delle banche a sviluppare un modello in cui «la compenetrazione degli interessi dei diversi

⁹⁶ G. Bruni, *La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi*, 2012.

⁹⁷ A.L. Friedman, S. Miles, *Stakeholders: Theory and Practice*, 2006.

stakeholder avvenga nel consiglio di amministrazione attraverso la presenza importante di independent directors»⁹⁸.

La giustificazione dell'esistenza di amministratori indipendenti⁹⁹ può essere rintracciata in precise ragioni economiche e reputazionali¹⁰⁰. La comparsa sulla scena degli amministratori indipendenti è da mettere in connessione con una serie di scandali finanziari verificatisi negli anni '80 del secolo corso. Per attuare contromisure di fronte a pratiche scorrette e dare credibilità ai mercati finanziari sono stati introdotti, infatti, amministratori "autonomi" dal management con lo scopo di ridimensionare la sua eccessiva forza sulla conduzione della banca¹⁰¹.

La presenza di amministratori indipendenti svolge numerose funzioni all'interno dell'assetto societario. Essi contribuiscono innanzitutto a ridurre i costi di agenzia. La loro funzione, infatti, è quella di vigilare sul comportamento degli amministratori esecutivi, per evitare comportamenti opportunistici. Anche l'istituzione dei comitati interni al consiglio di amministrazione, composti in maggioranza di amministratori indipendenti, contribuisce a ridurre i costi di agenzia, ed in particolare quella componente rappresentata dai costi di controllo. Il comitato per il controllo interno svolge una funzione di vigilanza sulla gestione della banca, diretta ad impedire il compimento di atti scorretti da parte degli amministratori¹⁰².

In secondo luogo gli amministratori indipendenti riducono il fenomeno dell'asimmetria informativa. La loro presenza permette, infatti, di accedere alle informazioni possedute dagli amministratori esecutivi. Anche i comitati costituiti all'interno del consiglio di amministrazione svolgono un ruolo

⁹⁸ G. Bruni, La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi.

⁹⁹ L'istituto degli amministratori indipendenti è nato negli outsider systems, in società strutturate secondo lo one-tier system. Questo istituto, però, può trovare applicazione anche in un insider system e in società strutturate secondo il two-tier system.

¹⁰⁰ F. Di Donato, Gli amministratori indipendenti. Corporate governance, earnings management, 2012.

¹⁰¹ La Circolare n. 285 del 2014 della Banca d'Italia prevede che «nell'organo che svolge la funzione di supervisione strategica devono essere nominati soggetti indipendenti che vigilino con autonomia di giudizio sulla gestione sociale, contribuendo ad assicurare che essa sia svolta nell'interesse della società e in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione».

¹⁰² F. Denozza, Quale funzione per gli amministratori indipendenti?, 2008, il quale rileva che il compito degli amministratori indipendenti si è andato ampliando nell'ultimo decennio per le previsioni di «un quadro normativo sempre più pressante; fenomeno quest'ultimo comune in tutte le legislazioni nazionali».

importante in questo senso, ed in particolar modo, con riferimento al problema della selezione avversa, il comitato per le proposte di nomina. La funzione svolta da quest'ultimo è, infatti, proprio quella di raccogliere informazioni che consentano agli azionisti di fare una scelta consapevole nell'elezione degli amministratori¹⁰³.

¹⁰³ Ivi. Il contesto italiano si differenzia, oltre che per la presenza del collegio sindacale, anche per un crescente numero di disposizioni sul sistema di controllo interno che derivano dalla normativa primaria (leggi nazionali), dalla normativa secondaria (regolamenti e circolari delle authorities, come Consob, Banca d'Italia e ISVAP) e dalle raccomandazioni di codici di autodisciplina. La presenza del collegio sindacale crea di fatto un sistema in cui coesistono un momento di controllo interno all'organo amministrativo, rappresentato dagli indipendenti, e di un momento di controllo esterno all'organo amministrativo, rappresentato dai sindaci. Questi due momenti di controllo tendono a sovrapporsi, anche perché il collegio sindacale non ha più compiti rilevanti di controllo contabile e ha visto accentuare la sua funzione di controllo gestionale. Ciò fa sì che i loro compiti si confondano con quelli di controllo attribuiti agli amministratori non esecutivi.

4. LA BANCA ABN AMRO E IL FONDO ATTIVISTA TCI

4.1. La fisionomia della banca target

Questa quarta sezione del lavoro si propone di analizzare un'operazione di takeover messa in atto dal fondo attivista The Children's Investment Fund Management (TCI). L'obiettivo di questa operazione è stata la vendita della banca internazionale ABN AMRO.

Quest'ultima, nata nel 1991 dalla fusione di Algemene Bank Nederland (ABN) e Amsterdamsche-Rotterdamsche Bank (AMRO), è una banca internazionale con sede in Olanda ed è attiva in circa 60 paesi, operando su quattro segmenti di clientela: clienti retail, clienti private, clienti business e commercial; clienti corporate e istituzionali. L'istituto è quotato nel listino Euronext Amsterdam, nel New York Stock Exchange e in altri mercati azionari.

ABN AMRO ha conosciuto uno sviluppo costante ed autonomo sino ai primi anni del XXI secolo. Nel 2007 la banca è stata al centro, con Barclays, una fra le più famose banche britanniche, di un'operazione di acquisizione analizzata nelle pagine seguenti. La vicenda è stata caratterizzata dalla presenza di un hedge fund inglese TCI, che spingeva verso il break-up o un takeover della banca, e di un consorzio¹⁰⁴ composto da tre banche, avversario di Barclays nell'offerta per l'istituto bancario olandese. Verso la metà del 2007 il caso si risolve a favore del consorzio guidato dalla Royal Bank of Scotland, con tutti i dettagli spiegati e documentati nei paragrafi successivi.

Con l'avvio della crisi dei subprime gli effetti economici-finanziari si sono fatti sentire in tutto il mondo, nella prima metà del 2008 la situazione si è fortemente deteriorata con l'Olanda costretta a tenere in piedi le proprie banche e assicurazioni essendo preoccupati su come il deterioramento dei mercati del credito avrebbero potuto lasciarli a corto di capitali.

Nell'ottobre del 2008 lo Stato olandese ha acquisito gli asset olandesi di Fortis e quindi anche la sua quota di ABN AMRO, per un valore di 16,8 miliardi di euro¹⁰⁵. La nazionalizzazione da parte dello

¹⁰⁴ Il consorzio RFS Holdings BV (formato da Royal Bank of Scotland Group, Fortis e Banco Santander).

¹⁰⁵ Cfr.: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-20/how-abn-amro-got-bought-bailed-out-and-sold-again-timeline>

Stato olandese «è stata presentata come temporanea e destinata a sfociare successivamente in un processo di privatizzazione»¹⁰⁶. Successivamente è stata progettata la cessione della banca a BNP Paribas o a Deutsche Bank. Questa operazione, tuttavia, è stata ritenuta svantaggiosa dal governo olandese, il quale ha deciso di mantenere la proprietà dell'istituto allo scopo di ristrutturarlo e stabilizzarlo. Nel 2009 è stato annunciato che ABN AMRO sarebbe rimasto di proprietà dello Stato almeno fino al 2014, dopo di che le autorità olandesi avrebbero preso in considerazione una possibile quotazione nel mercato per la banca, in modo da iniziare un processo di privatizzazione.

Nel novembre del 2015 il governo olandese ha predisposto una initial public offering, collocando sui listini della Borsa di Amsterdam il 20% di ABN AMRO, iniziando il trading del titolo con un prezzo pari a 18.18 euro per azione¹⁰⁷. La vendita di azioni ha permesso di totalizzare un introito complessivo di 3,3 miliardi di euro, un valore molto inferiore alle perdite totalizzate dall'istituto bancario durante la crisi del 2008¹⁰⁸.

Gli investitori sono stati ammessi alla sottoscrizione non di azioni ABN AMRO, ma di certificati di deposito in una Fondazione indipendente. Questa struttura riesce a dare al governo il potere di bloccare i tentativi di scalata ostile della banca nel biennio 2016-2017, nel caso in cui l'operazione presentasse requisiti contrari agli interessi dell'istituto. Ciò nonostante il deal ha riscosso un notevole successo, anche grazie alla promessa dei vertici di ABN AMRO di distribuire come dividendi il 40% degli utili fino al 2017 per poi salire al 50%.

4.2. Le caratteristiche del fondo attivista

L'operazione analizzata nel paragrafo successivo ha visto come protagonista un hedge fund denominato The Children's Investment Fund Management (TCI) con sede a Londra. Il fondo risulta specializzato in investimenti a lungo termine a livello internazionale. La natura di queste operazioni,

¹⁰⁶ R. Bottiglia, I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi, 2010.

¹⁰⁷ Cfr.: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-20/how-abn-amro-got-bought-bailed-out-and-sold-again-timeline>

¹⁰⁸ Cfr. <https://www.forexinfo.it/Abn-Amro-e-il-giorno-dell-IPO>

implicanti un'immobilizzazione di capitale per un periodo di tempo medio-lungo, permette di operare con una notevole flessibilità e autonomia rispetto agli andamenti congiunturali del mercato.

TCI deriva il suo nome da una fondazione filantropica, The Children's Investment Fund Foundation, attiva sino al 2012 nel settore cosiddetto della *venture philanthropy*¹⁰⁹. Negli ultimi anni TCI ha operato soprattutto nell'ambito del *shareholder activism*, creandosi una solida reputazione di fondo aggressivo e in grado di assumere un ruolo egemone (o comunque significativo) nelle società partecipate. L'hedge fund ha acquisito partecipazioni rilevanti nella Deutsche Börse, concorrendo all'allontanamento del management favorevole a un'integrazione con la Borsa di Londra.

Nel 2006, in qualità di azionista di Mittal Steel Company e di Arcelor, TCI ha fornito il suo appoggio alla prima nell'ambito di una scalata ostile a Arcelor. Poco tempo dopo, peraltro, quando Mittal Steel ha proposto l'acquisizione di Arcelor Brasil (una sussidiaria di Arcelor) su basi finanziarie ritenute inadeguate, TCI ha preso le difese delle minoranza azionaria della società brasiliana, ottenendo un incremento considerevole del prezzo di acquisto da parte di Mittal Steel. Nel 2007 il fondo è stato protagonista di un fallito tentativo di conquistare un ruolo egemone nell'utility giapponese J-Power, grazie all'acquisizione del 10% del capitale. L'attività del fondo si è concentrata nell'acquisizione di partecipazioni in società ad elevata prospettiva di sviluppo e operanti in contesti caratterizzati da frequenti operazioni di *merger and acquisition*. Ciò ha permesso al fondo di giocare un ruolo attivo nell'ambito della compagine azionaria, condizionando spesso notevolmente le scelte operative del board.

¹⁰⁹ Secondo la definizione dell'associazione Social Venture Partners, la *venture philanthropy* assume alcuni dei principi del *venture capital* e li applica alla filantropia. La finanza filantropica, cioè, investe capitali (propri e di altri finanziatori) e competenze in organizzazioni di volontariato e imprese con finalità sociali, offrendo anche sostegno manageriale e tecnico, diretto «a implementare o costruire la capacità organizzativa attraverso il coinvolgimento del soggetto beneficiario» (C. Zerbetto, *Banchieri ambulanti. Presente e futuro nella finanza etica*, 2003). La caratteristica principale della *venture philanthropy* consiste, infatti, nel fornire un pacchetto sia di capitale finanziario sia di consulenze: queste consulenze possono riguardare la strategia, il marketing, la formazione, l'accesso alle reti, le risorse umane, ecc. Ciò permette di sviluppare un rapporto molto stretto fra l'ente che eroga e l'organizzazione beneficiata, con lo scopo di aumentare l'impatto sociale dell'organizzazione. Un elemento chiave è la capacità di creare organizzazioni più forti e più sostenibili.

La strategia di TCI è proseguita, nel corso dello stesso 2007, con l'acquisizione di una quota di partecipazione in ABN Amro. Questa banca ha attirato l'attenzione dei concorrenti e degli scalatori professionali, soprattutto in ragione del fatto che il corso di borsa delle sue azioni, per quanto progressivamente crescente, restava ben al disotto del loro valore effettivo razionalmente stimabile. Il management di ABN Amro si è reso conto di questa attenzione e, ad un'ipotesi di scalata ostile, o di soccombenza di fronte a un raider intenzionato a massimizzare il proprio profitto attraverso la vendita frazionata degli assets aziendali, ha preferito trovare un accordo con un concorrente per dar vita, attraverso una fusione, ad uno dei poli bancari più importanti al mondo.

4.3. L'attivismo del fondo TCI e ABN AMRO

Come si è già ricordato ABN AMRO è stata al centro, nel 2007-2008, di una complessa vicenda che ha portato alla sua acquisizione da parte di un consorzio di banche. Questa operazione è stata preceduta, peraltro, da uno dei casi di attivismo più rilevanti nel nuovo millennio.

Nel gennaio del 2007 l'hedge fund TCI ha acquisito una quota dell'1% di ABN AMRO e, successivamente, ha mosso forti critiche all'operato della banca olandese. Tali critiche si sono incentrate sulle insufficienti performance di ABN AMRO e sulla strategia di intensa crescita per aggregazioni perseguita negli anni precedenti. Nel 2003, infatti, la banca olandese aveva acquisito Sudameris e una quota del 33% in Xiangcai Hefeng Fund Management, una società di asset management cinese. Due anni dopo, nel 2005, ABN AMRO aveva acquisito due società di private equity: la inglese Priory Group e la belga Bank Corluy. Nello stesso anno è stata perfezionata l'operazione di acquisizione Banca Antonveneta¹¹⁰. Infine nel 2007 la banca olandese ha promosso

¹¹⁰ Il rapporto tra Banca Antonveneta e ABN AMRO ha una storia che risale al 1997 quando sono stati stipulati i primi accordi commerciali che si sono poi evoluti nella costituzione di una joint venture nel settore della gestione del risparmio mediante la creazione di AAA SGR e, a fine 2001, di AAA Bank, società attiva nel private banking. ABN AMRO aveva inoltre già instaurato una solida partnership con Banca Antoniana, dalla cui fusione con la Popolare Veneta sarebbe poi nata Banca Antonveneta. Nel 1995 ABN AMRO aveva infatti acquistato un primo pacchetto di azioni della Banca Antoniana e il rapporto si era ulteriormente consolidato nel gennaio del 1996, quando nel board della Banca Antoniana era entrato il consigliere ABN AMRO Durk Visserman.

un'operazione di acquisto totalitario di Prime Bank in Pakistan, procedendo inoltre alla costituzione di una serie di filiali in Cina.

Di fronte a questa strategia di acquisizioni (accompagnata, peraltro, da altrettante operazioni di cessione di asset ritenuti non strategici), il fondo TCI ha espresso pubblicamente una serie di critiche al management, dichiarandosi contrario alle decisioni del board e minacciando di avviare azioni all'interno e fuori dell'assemblea degli azionisti. Questa iniziativa è stata appoggiata dall'hedge fund britannico Tosca, evidenziando il ruolo attivo assunto da questi investitori istituzionali in una fase particolarmente critica dello sviluppo di ABN AMRO.

Nel febbraio del 2007, in particolare, il fund manager di TCI ha inviato una lettera al management della banca olandese nella quale, dopo aver avvisato di avere acquisito l'1% del capitale di ABN, affermava di avere diritto a includere nell'ordine del giorno dell'assemblea dei soci (che doveva tenersi ad aprile) cinque mozioni da sottoporre agli azionisti. Il fondo ha espresso, in particolare, la propria delusione e contrarietà sia per le performance del gruppo che in relazione alle scelte strategiche del biennio precedente.

Una prima mozione di TCI ha riguardato la possibilità di «esplorare tutte le opzioni per fondere, vendere o separare alcune delle sue attività o eventualmente l'intero gruppo, allo scopo di massimizzare lo shareholder value». Una seconda mozione riguardava la restituzione agli azionisti dei proventi da dismissioni, o di «abbandonare il perseguimento» dell'acquisizione di Prime Bank e quella di Capitalia. Il comportamento del fondo TCI ha riprodotto una sua tipica strategia intra-societaria, messa in atto due anni prima allo scopo di impedire la fusione tra la Deutsche Börse e il London Stock Exchange, vale dire: a) procedere all'acquisto di un numero rilevante di titoli, sufficiente a far assumere al fondo una posizione rilevante tra i soci di minoranza. Nel caso ABN AMRO, questa prima fase è stata attuata da TCI probabilmente con l'aiuto finanziario dei fondi Algebra e Tosca; b) sferrare un attacco assembleare e mediatico contro la strategia dei vertici societari; c) determinarne l'allontanamento del management o creare una situazione tale da favorire la vendita della società.

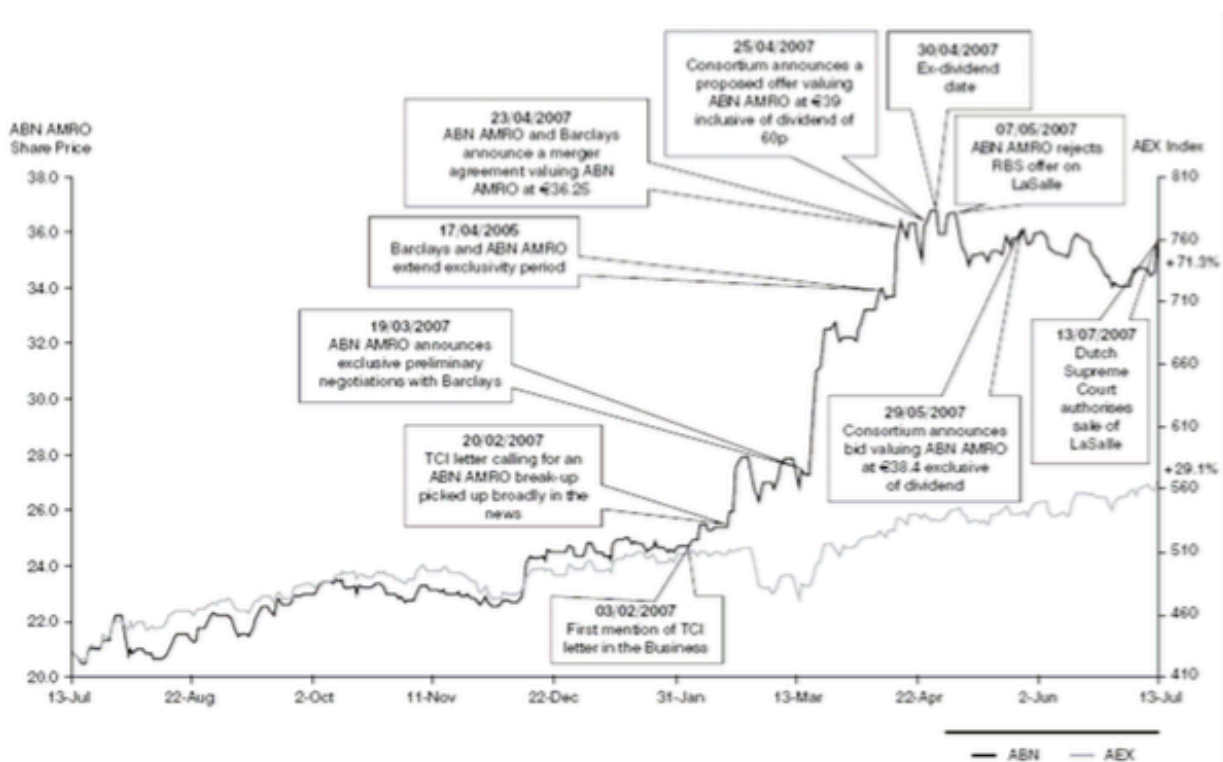
Nel caso della ABN AMRO, il fondo TCI ha denunciato una «situazione di grave opacità» nella gestione della banca olandese e di «schizofrenia decisionale nella sua politica di cessioni e acquisizioni». Questa mancanza di trasparenze era riconducibile, secondo l'hedge fund, all'imminenza di una scalata da parte di un gruppo bancario europeo. La documentazione di TCI parlava di un interessamento di Santander e dell'Unicredito le quali, pur smentendo tale interesse, avrebbero avuto un notevole vantaggio strategico dal takeover, ampliando la loro presenza in Italia grazie alla controllata Antonveneta.

L'azione di denuncia del fondo TCI ha determinato, nei giorni seguenti, un incremento del titolo di ABN AMRO pari al 6,1%. I resoconti della stampa finanziaria hanno evidenziato, infatti, come l'hedge fund britannico perseguisse due strategie parallele: da un lato, assumeva partecipazioni qualificate in investimenti di lungo periodo, privilegiando settori ad elevato sviluppo e redditività; dall'altro, seguiva una strategia di breve termine e di massimizzazione del profitto, cercando di bloccare strategie di acquisizione che avrebbero potuto portare a perdite temporanee del valore azionario.

La tabella seguente evidenzia come la strategia del fondo TCI abbia trovato riscontro nell'andamento del titolo ABN¹¹¹. A parte da febbraio 2007, infatti, le azioni della banca olandese hanno fatto registrare una rapida impennata, incrementando notevolmente il loro valore.

¹¹¹ Il seguente diagramma mostra i movimenti riclassificati del prezzo delle Azioni Ordinarie di ABN AMRO e dell'indice AEX, così come riportati da FactSet, su Euronext Amsterdam nel periodo dal 13 luglio 2006 al 13 luglio 2007 compreso.

Figura 3: “Andamento dell’azione di ABN AMRO”



legenda (dal basso, in senso orario) /

- 03/02/2007 Prima menzione della lettera TCI nel Business
- 20/02/2007 Lettera di TCI che richiede un break-up di ABN AMRO ripresa ampiamente dai notiziari
- 19/03/2007 ABN AMRO annuncia negoziati preliminari esclusivi con Barclays
- 17/04/2005 Barclays e ABN AMRO estendono il periodo di esclusività
- 23/04/2007 ABN AMRO e Barclays annunciano un accordo di fusione valutando ABN AMRO a €36,25
- 25/04/2007 Il Consorzio annuncia una proposta di offerta valutando ABN AMRO a €39 incluso un dividendo di 60p
- 30/04/2007 Data ex dividendo
- 07/05/2007 ABN AMRO rifiuta l'offerta di RBS per LaSalle
- 13/07/2007 La Corte Suprema Olandese autorizza la vendita di LaSalle
- 29/05/2007 Il Consorzio annuncia un'offerta di acquisto valutando ABN AMRO a €38,4 dividendo escluso

Fonte: “Documento D’Offerta, Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio sulla totalità delle azioni ordinarie emesse ed in circolazione di ABN AMRO Holding N.V.; Offerente RFS Holding B.V.”

È facile da notare come da subito, nel momento in cui l'hedge fund TCI invia la lettera al board della banca l'andamento delle azioni di ABN AMRO si discostano in positivo dal seguire l'andamento dell'indice AEX, andando ad incrementare tale gap con il tempo e con il susseguirsi di azioni attiviste da parte del fondo. Nei mesi precedenti l'assemblea, di fronte alla strategia aggressiva dei fondi, il management di ABN AMRO ha mantenuto un atteggiamento di cautela. Un comunicato della banca ha affermato: «Riceviamo molte idee e suggerimenti dai nostri azionisti e li trattiamo sempre con rispetto e attenzione. Questi suggerimenti saranno trattati nello stesso modo». In realtà, ABN AMRO ha proceduto immediatamente a verificare l'ammissibilità delle mozioni presentate da TCI, elaborando nello stesso tempo possibili piani di difesa.

Al febbraio del 2007 gli hedge funds rappresentavano l'11.5% dell'azionariato complessivo di ABN AMRO. Se il fondo ING controllava il 6,52%, un altro 5% era frazionato fra numerosi fondi attivisti. La reale entità delle partecipazioni è rimasta peraltro incerta, dal momento che la soglia di notifica alle autorità era fissata al 5%. La banca olandese, inoltre, si configurava come una public company, controllabile già con il 21% del capitale.

Nel marzo dello stesso anno il fondo TCI ha raddoppiato la sua quota nella banca olandese, raggiungendo il 2%. Nel frattempo ha cominciato a delinearsi la volontà di ABN AMRO di promuovere una fusione con la banca inglese Barclays. Questa iniziativa è stata fortemente contrastata dall'hedge fund, che ha minacciato un'azione legale contro i vertici di ABN se questi non avessero avviato colloqui con altri potenziali acquirenti. Un comunicato del fondo TCI ha sottolineato, infatti, che la trattativa avviata da ABN AMRO era di tipo esclusivo, ma si erano fatti avanti anche altri soggetti interessati, come Santander, la Royal Bank e la statunitense Citigroup. Il fund manger di TCI ha osservato come «ragionevoli regole di mercato impongono che si crei un'asta, a vantaggio dell'azionariato di ABN AMRO e a tutela della trasparenza».

La pressione esercitata da TCI ha indotto i vertici di ABN a stabilire contatti con la Royal Bank of Scotland e con Santander. Nel mese di marzo, infatti, vi è stato un incontro tra i vertici della banca olandese e scozzese allo scopo di sondare le opportunità che avrebbero potuto essere generate

combinando le attività statunitensi delle Royal Bank of Scotland con le attività di retail e commercial banking di ABN AMRO negli Stati Uniti, oltre alle attività di global corporate banking dei due istituti. Gli incontri “incrociati” tra i vertici bancari sono proseguiti per tutto il mese di marzo e di aprile del 2007.

In particolare, il 23 aprile 2007, al termine della riunione del consiglio di gestione della banca, il suo chief executive officer, Rijkman Groenink, ha annunciato che l’organo amministrativo aveva esaminato l’ipotesi del lancio di un’offerta pubblica di scambio della britannica Barclays Bank sulla totalità delle azioni della ABN-Amro, valorizzate a 36,25 euro ciascuna. La positiva conclusione dell’operazione avrebbe dato luogo alla fusione fra le due banche, che avrebbero creato il secondo gruppo bancario europeo e il quinto mondiale per capitalizzazione borsistica (142 miliardi di euro), e addirittura il primo gruppo in assoluto per valore complessivo degli assets. Si trattava di una scelta obbligata per non far cadere la banca nelle mani di acquirenti che, dopo la conquista del controllo mediante un’Opa ostile, l’avrebbero smembrata. L’obiettivo, al contrario, era quello di permettere alla banca di mantenere coesa la sua struttura aziendale, anche se in un’unione con un concorrente (la Barclays).

Uno dei passaggi essenziali dell’accordo con Barclays era costituito dalla vendita di un’importante banca d’affari americana controllata dalla stessa ABN-Amro. Si trattava della LaSalle Bank di Chicago, sottoposta nei mesi precedenti ad una radicale ristrutturazione per incrementarne la capacità reddituale e quindi per accentuarne l’appetibilità che era stata in precedenza negoziata con la Bank of America per il prezzo di 21 miliardi di dollari. Grazie a questa operazione, il nuovo complesso bancario emergente dalla fusione, oltre a beneficiare di una forte iniezione di liquidità¹¹², avrebbe evitato la concorrenza con un’analogha struttura posseduta dall’offerente-nubenda negli Stati Uniti.

La previsione di questa cessione aveva, inoltre, un significato strategico. Essa era diretta infatti alla fuoriuscita dal patrimonio della ABN-Amro dell’asset che interessava di più un’altra grande banca

¹¹² Destinata però in massima parte ad essere distribuita agli azionisti sotto forma di dividendo straordinario.

del Regno Unito, la Royal Bank of Scotland (RBS), la quale, come capofila di una cordata comprendente anche il Banco Santander Central Hispano e la banca belga Fortis, contendeva alla Barclays la banca olandese. Le ragioni di questa intesa erano diversi:

- la RBS tendeva ad accaparrarsi un efficiente veicolo di penetrazione nel mercato finanziario statunitense, rappresentato dalla banca LaSalle e gli assets che ABN-Amro possedeva in Asia e le divisioni di private equity, di wholesale banking e di investment banking;
- Fortis era particolarmente interessata all'attività di retail, cioè alla fitta rete di sportelli localizzata soprattutto in Olanda, e alle divisioni di asset management e di private banking;
- il Santander puntava invece agli assets che la banca target aveva in Italia (la partecipazione di controllo nella Banca Antonveneta e quella di minoranza in Capitalia, poi fusasi con Unicredit) e in Sud-America (specie la partecipazione di controllo nel brasiliano Banco Real).

Il trasferimento di LaSalle Bank alla Bank of America avrebbe quindi modificato gli equilibri all'interno della compagine degli "aspiranti scalatori". Per questo motivo, l'impegno di vendita di tale partecipazione alla Bank of America è stato "blindato" con la previsione di una penale di 200 milioni di dollari che ABN-Amro avrebbe dovuto pagare alla promettente acquirente se la cessione non fosse andata a buon fine per fatto a lei imputabile.

La reazione del consorzio di banche guidato da RBS è stata immediata. La prima contestazione a questa cessione, come si è già ricordato, è venuta però dall'hedgefund TCI. Il fondo, lo stesso giorno della diffusione al pubblico della notizia dell'accordo fra questa e Barclays, e quindi della imminente vendita di LaSalle, ha dichiarato alla stampa: «We are concerned the pre-agreed sale of LaSalle Bank unfairly hinders the Royal Bank of Scotland consortium»¹¹³. TCI ha chiesto subito dopo l'inserzione, nell'ordine del giorno della futura assemblea degli azionisti della stessa ABN-Amro, di un punto riguardante l'ipotesi, alternativa a quella della fusione con Barclays, dello smembramento della banca olandese.

¹¹³ S.. Werdigier, Takeover to create a banking behemoth, in International Herald Tribune, 2007.

Il 26 aprile 2007 si è tenuta l'assemblea generale ordinaria di ABN AMRO. Essa si è svolta in un clima di grande tensione, anche perché il giorno precedente la leader del consorzio bancario aveva preannunciato il lancio di un'offerta concorrente per l'acquisto delle azioni ABN-Amro a condizioni migliori per gli azionisti della società target rispetto a quelle previste nell'offerta di Barclays: 39 euro ad azione (per un totale di 72,2 miliardi di euro) da pagarsi per il 70% in contanti e per il 30% mediante scambio con azioni RBS, contro un corrispettivo di 36,25 euro ad azione (per complessivi 67 miliardi di euro) rappresentato interamente da azioni Barclays che gli azionisti di ABN-Amro avrebbero ricevuto se l'offerta di Barclays fosse andata a buon fine. Questa ipotesi di offerta concorrente era peraltro subordinata alla condizione che LaSalle Bank non venisse venduta a Bank of America, ma rimanesse controllata da ABN-Amro.

Sotto l'influenza di questo rilancio (che avrebbe apportato liquidità agli azionisti, ma che preludeva a una disgregazione della banca contesa), gli azionisti hanno approvato una delibera di TCI secondo la cui la banca olandese doveva «perseguire attivamente ogni possibilità di vendere, effettuare spin-off di, o fondere, alcune o tutte le principali attività della Società al fine di massimizzare il valore per gli azionisti».

In pratica l'assemblea si è espressa a favore del progetto strategico propugnato dal fondo TCI. Il progetto consisteva nella vendita frazionata dei vari assets (i rami aziendali, posseduti direttamente o per il tramite di società controllate) che costituivano il patrimonio della banca per ricavarne il massimo profitto. Con questa decisione è stato implicitamente messo in minoranza il consiglio di gestione e in particolare il suo presidente e amministratore.

Quest'ultimo aveva sempre cercato, con l'appoggio dei sindacati, di scongiurare questa prospettiva e aveva continuato, sia durante l'assemblea sia successivamente alla conclusione di questa, a sostenere il progetto della fusione con Barclays considerandola in grado di assicurare l'integrità di ABN-Amro e del suo patrimonio. Contro la proposta di TCI, il presidente e amministratore sosteneva che la fusione avrebbe comportato un notevole rafforzamento in dipendenza dell'effetto sinergico che ne sarebbe derivato. Ciò avrebbe consentito di garantire la tutela a lungo termine dell'interesse degli

azionisti, migliorando lo shareholders' value e l'aspettativa di un costante incremento della redditività del loro investimento.

L'intenzione di lanciare un'offerta concorrente per la totalità delle azioni di ABN-Amro è stata notificata dalla cordata RBS-Fortis-Santander alla società target tra il 26 e il 27 aprile 2007, insieme alla richiesta di poter accedere ai libri sociali e alla documentazione contabile (per effettuare le verifiche necessarie alla predisposizione del documento d'offerta definitivo). In questo modo si è creato il patto di azione tra le banche unite in consorzio e gli azionisti, fra cui i fondi comuni, in particolare quelli con vocazione per le operazioni speculative di hedging (tra cui TCI) e quelli di private equity.

Non appena resa di pubblico dominio la notizia dell'impegno di vendita di LaSalle alla Bank of America, il sindacato dei piccoli azionisti della banca (VEB) ha adito il Tribunale commerciale di Amsterdam. E' stata chiesta l'emanazione di un provvedimento d'urgenza con il quale venisse dichiarata la nullità di questa cessione per non essere stata preventivamente sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Contro questa iniziativa si è mossa subito la Bank of America, affermando in primo luogo la validità dell'operazione e dichiarandosi quindi pronta a difendere il proprio diritto all'acquisto in sede giudiziale, minacciando inoltre di escutere l'ingente penale contrattualmente prevista nel caso in cui la cessione non avesse potuto venire perfezionata).

Il Tribunale di Amsterdam ha deciso, il 3 maggio, con una sentenza favorevole all'istanza avanzata dai piccoli azionisti. E' stato stabilito, infatti, che la vendita di LaSalle dovesse essere sospesa e che l'operazione dovesse venire sottoposta all'assemblea degli azionisti di ABN-Amro. Da un lato, la Bank of America ha fatto causa ad ABN-Amro, reclamando il pagamento dell'ingente penale di 200 milioni di dollari, Dall'altro, il consorzio RBS-Fortis-Santander ha elaborato una nuova offerta per l'acquisto della sola banca LaSalle, sopravvanzando di 3,5 miliardi di dollari quella originaria della Bank of America, di 21 miliardi di dollari. A questa mossa del consorzio, ABN-Amro ha opposto però un rifiuto sostenendo che, anche per altri motivi diversi dal prezzo, l'offerta di Bank of America doveva continuare a considerarsi quella più favorevole.

La contrapposizione fra i due schieramenti ha richiesto rilevanti risorse e ha esposto i protagonisti a rischi significativi. Alla fine, quindi, Royal Bank of Scotland e Bank of America hanno preferito trovare un ragionevole accordo in seguito al quale si sarebbero spartite gli asset della banca.

Nel frattempo, però, la cordata guidata da RBS ha presentato l'offerta pubblica per la totalità del capitale di ABN-Amro, condizionata alla consegna di tante azioni che rappresentassero almeno l'80% del capitale stesso e basata sul valore di 38,40 euro ad azione, per un totale di 71,1 miliardi di euro. Si trattava di un'offerta più elevata del 10% circa di quella presentata da Barclays, la quale prevedeva un corrispettivo interamente rappresentato dallo scambio con proprie azioni¹¹⁴. Nel timore che l'offerta non fosse ancora sufficiente a catalizzare l'adesione di tutti gli azionisti di ABN-Amro, nelle settimane successive le tre banche consorziate hanno deciso di renderla ancora più vantaggiosa per i destinatari (tra cui TCI), mantenendo inalterato il prezzo di 38,40 euro ad azione, ma innalzando dal 79 al 93% la parte da pagarsi in contanti (ossia da 30,40 a 35,60 euro ad azione) e riducendo dallo 0,844 allo 0,296 la frazione di azione RBS da assegnare a fronte di ogni azione della banca target a completamento del corrispettivo.

A sua volta, il 23 luglio, Barclays ha migliorato la propria offerta trasformandola da O.p.s. in O.p.a. mista. Secondo questa nuova offerta, il corrispettivo sarebbe stato pagato per il 63% circa mediante scambio con proprie azioni e, per la differenza, in contanti, per un ammontare complessivo di circa 66 miliardi di euro. Questo rilancio, però non è stato considerato soddisfacente non solo dal mercato, ma neanche dal management di ABN-Amro. Da quel momento in avanti, la "marcia" di RBS-Fortis-Santander per la conquista di ABN-Amro ha avuto la strada spianata.

Il 6 agosto gli azionisti di Fortis, riuniti in assemblea, hanno approvato un rilevante aumento di capitale, destinato a finanziare l'acquisizione). Nei giorni seguenti il consorzio è sceso sul mercato concludendo ingenti acquisti di azioni della società target, che, a causa della fluttuazione del corso

¹¹⁴ Il valore di questo corrispettivo, per effetto della discesa del corso di mercato delle azioni dell'offerente, si era nel frattempo ridotto dagli originari 67,5 miliardi di euro a circa 65 miliardi di euro, corrispondenti a una valutazione di circa 35 euro per azione ABN-Amro.

del titolo, soprattutto per effetto delle perdite determinate dalla crisi dei mutui subprime, erano scese al disotto del prezzo d'offerta). Lo stesso giorno in cui l'assemblea degli azionisti di Barclays ha approvato, a lunghissima maggioranza, il lancio dell'O.p.a. su ABN-Amro). Il 17 settembre l'offerta del consorzio ha ottenuto il nulla osta del governo olandese, che appena un mese prima l'aveva accordato a quella di Barclays.

All'assemblea straordinaria degli azionisti di ABN-Amro del 20 settembre, Groenink e Martinez hanno espresso il giudizio che l'offerta di Barclays, anche se valida, fosse «troppo bassa», aprendo la strada all'accoglimento di quella presentata dal consorzio.

Il 5 ottobre la più grande O.p.a. mai lanciata nel comparto bancario ha avuto termine: la cordata RBS-Fortis-Santander ha acquisito la banca olandese, pronta, secondo il progetto della TCI, ad essere smembrata.

4.4. L'esito della vicenda ABN AMRO

Nelle pagine precedenti si è ricordato come la ABN AMRO sia stato al centro di uno dei casi più controversi di “salvataggio” pubblico operati nel corso della crisi dei subprime.

L'acquisizione della ABN si è risolta nel confronto tra due “cordate”, che promuovevano progetti di aggregazione opposti: uno condiviso dal management di ABN e avanzato da Barclays; l'altro proposto da un consorzio che univa Royal Bank of Scotland, Santander e Fortis.

Barclays era la banca europea che presentava, nel suo azionariato, una più ampia presenza di Fondi sovrani, preferendo, anche durante la crisi, la collaborazione con queste istituzioni agli aiuti offerti dal governo britannico¹¹⁵. Il Fondo Monetario Internazionale definisce i Sovereign Wealth Funds come «veicoli d'investimento pubblici alimentati da capitali di fonti diverse e gestiti separatamente dalle riserve della politica monetaria»¹¹⁶. Si tratta, quindi, di organismi di investimento, istituiti o

¹¹⁵ Barclays è stata fondata nel 1736 ed è una holding company quotata a Londra, sul New York Stock Exchange e fino al 2008 sul Tokio Stock Exchange.

¹¹⁶ Il gruppo di lavoro International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), costituito dal Fondo Monetario Internazionale, ha osservato come siano «quindi esclusi [da questa categoria] le riserve valutarie detenute dalle autorità

posseduti da un Governo, un'autorità monetaria nazionale o, comunque, da un'agenzia pubblica, che permettono loro di investire direttamente sul mercato dei capitali o detenere indirettamente asset di imprese pubbliche o private¹¹⁷.

Il rapporto di Barclays con i Sovereign wealth funds cinesi ha preso avvio nel marzo del 2007, proprio in seguito dell'operazione di acquisizione di ABN AMRO. Per reperire il capitale necessario Barclays ha proposto un private placement a due Fondi sovrani: China Development Bank e Temasek, il fondo di Singapore, che si sono impegnati a versare una somma complessiva di 13,4 miliardi di euro. In particolare, la China Development Bank ha investito subito una somma pari a 2,2 miliardi di euro, equivalenti a circa il 3,1% di Barclays¹¹⁸. L'investimento complessivo equivaleva a circa al 19% del valore di mercato di Barclays e avrebbe permesso ai due Fondi sovrani di possedere circa l'11,5% del gruppo risultante dalla fusione.

La scelta di evitare il coinvolgimento delle istituzioni finanziarie tradizionali, ma di ricorrere alla China Development Bank e a Temasek si è fondata su due motivazioni: da un lato, Barclays riteneva che il loro coinvolgimento potesse contribuire a stabilizzare l'andamento delle azioni nei mesi successivi, fondamentali per il successo dell'offerta; dall'altro essa reputava che, nel caso di fallimento dell'operazione, la loro presenza avrebbe garantito una minore vulnerabilità di Barclays stessa a possibili takeover¹¹⁹.

monetarie, gli investimenti realizzati da imprese di proprietà pubblica e i fondi pensione; pur presentando una certa variabilità dal punto di vista istituzionale, risulta comunque chiara la distinzione di questi patrimoni dal bilancio ordinario degli Stati a cui appartengono" (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"*, 2008). Analoga è la definizione data dalla Commissione Europea nella sua Comunicazione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale, al Comitato delle Regioni "Per un approccio comune europeo ai Fondi Sovrani", n. 115/2008, del 27 febbraio 2008.

¹¹⁷ Nel contesto italiano è possibile individuare due definizioni di questo strumento finanziario. Secondo Quadrio Curzio e Miceli, i Swf sono «fondi o altri veicoli di investimento creati appositamente e posseduti dai governi per fini macroeconomici; detengono, gestiscono e amministrano le proprie attività per raggiungere specifici obiettivi finanziari, impiegando varie strategie di investimento tra cui quelle in attività esteri» (A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *I fondi sovrani. Opportunità o rischi?*, 2009). Carlucci definisce invece i Fondi sovrani come «risorse finanziarie, generate dalle esportazioni, che vengono investite dagli Stati o direttamente o indirettamente tramite imprese pubbliche» (F. Carlucci, *I fondi sovrani*, in *Rivista di storia del pensiero politico*, 2009).

¹¹⁸ E. Avgouleas, *Banking supervision and the special resolution regime of the Banking Act 2009: the unfinished reform*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009.

¹¹⁹ Ivi, p. 31.

In realtà il confronto ha visto prevalere il consorzio che univa Royal Bank of Scotland, Santander e Fortis. L'andamento dei mercati finanziari ha influito, peraltro, l'esito dell'operazione, sfavorendo l'offerta di Barclays formulata prevalentemente in azioni e favorendo il consorzio che ha monetizzato la transazione.

L'esito dell'operazione è risultato tuttavia fallimentare. Nella prima metà del 2008, la situazione si è fortemente deteriorata per il consorzio. Il rilevante esborso per l'acquisizione di ABN AMRO è caduto, infatti, proprio nel momento di avvio della crisi finanziaria causata dai mutui subprime, che hanno avuto immediati riflessi sulla Borsa di Londra e sul titolo della Royal Bank of Scotland. L'aggravarsi della situazione ha portato le autorità britanniche ad intervenire con misure di urgenza. Già il 18 febbraio 2008, dopo il default legato alla banca Northern Rock, il tesoro britannico ha presentato in Parlamento il Banking Special Provision Bill 2008. Con questo atto il Tesoro è stato dotato di poteri tali da rendere più efficiente l'opera di mantenimento della stabilità, tra cui l'acquisizione di azioni delle banche in condizione di insolvenza e il trasferimento della loro proprietà ogni volta che la propria condizione minacci seriamente il sistema finanziario britannico. Lo stesso governo olandese si è visto costretto ad intervenire allo scopo di sottrarre ABN AMRO dallo smembramento.

4.5. Riflessioni conclusive

Il Caso ABN AMRO ha riproposto la questione del limite di tenuta della democrazia societaria, soprattutto nelle grandi società ad azionariato diffuso e molto parcellizzato, o società aperte. In questi organismi, al tradizionale controllo manageriale si contrappone e il potere di minoranze organizzate (come gli hedge funds, i private equity funds ed altri investitori istituzionali) in grado di esercitare, come nel caso ABN AMRO, un vero e proprio diritto di veto (che in determinate circostanze conta più del diritto di voto) su operazioni imprenditoriali di grande respiro.

La scelta di questo studio è stata basata proprio sull'intento di provare come l'attivismo portato avanti da questi tipi di investitori possa portare benefici, nonostante un esito finale che non ha visto il compimento vero e proprio di tutti gli obiettivi del fondo inglese.

Ricapitolando, l'intento di TCI era quello di vendere parte della banca o il gruppo nel suo intero. Questo per creare un valore maggiore per gli azionisti della banca, fermo restando che secondo l'hedge fund inglese, e altri investitori presenti nell'azionariato di ABN AMRO, l'istituto bancario era sottovalutato dal mercato.

Nel momento in cui il management aveva manifestato le sue preferenze per la fusione con Barclays, era chiaro come questo avrebbe portato avanti gli interessi della banca, più che dei suoi azionisti.

Dall'altra parte invece vi era la presenza di un consorzio composto da tre banche (RBS, Fortis e Santander), con un'offerta d'acquisto superiore, elemento che andava a favore invece degli azionisti.

In tutti i casi Groenink, presidente del consiglio di amministrazione, manifestò le sue preferenze verso la prima scelta, Barclays, e per provare a fermare la proposta avanzata dal consorzio decise di mettere in atto la vendita della controllata La Salle, in modo che, da tale operazione si sarebbe manifestata una perdita di interesse da parte delle tre banche proprio per il grande interesse presente da parte della Royal Bank of Scotland su quella sezione di ABN AMRO¹²⁰.

Proprio per questo motivo il fondo inglese ricorse ai media evidenziando e spargendo la sua opinione a favore del consorzio e le sue forti critiche riguardo la dirigenza della banca, andando infine a richiedere proprio il cambiamento del presidente del board in quanto non si era comportato con la diligenza richiesta dal suo incarico e non aveva portato avanti i "migliori" interessi dei suoi azionisti.

La fine del processo come visto nel paragrafo precedente ha visto la vendita di ABN AMRO verso Fortis, la Royal Bank of Scotland e Santander per un valore totale di 71 miliardi di euro. L'offerta è stata valutata pari a 39 euro per azione, quando la valutazione sul prezzo azionario della banca

¹²⁰ Cfr. Hedge fund activism since the 1980's, Stefan van Egmond.

effettuata da parte dell'advisor Merrill Lynch prima dell'ingresso del fondo TCI era di 30 euro per azione.

Ricordando come tutto sia poi fallito con l'avvento della crisi del 2008 dovuta al crollo dei mutui subprime, e con i relativi impatti su tutto il sistema finanziario e economico globale, non si può negare come l'attivismo portato avanti da questi tipi di investitori speciali, che caratterizzano il sistema dello shadow banking proprio per le loro caratteristiche strutturali e operative, portino ad una creazione di valore per le società e i loro azionisti, con conseguenza diretta l'aumento dei benefici, anche per i fondi stessi.

CONCLUSIONE:

L'intento di questo lavoro è dimostrare come l'attivismo (o una forma di esso) possa portare benessere nel mondo finanziario, creando valore per l'impresa e i suoi azionisti. Per questo motivo è opportuno andare a ricapitolare i punti più importanti della letteratura, che rielaborati in maniera più sintetica indicheranno in modo molto semplice il risultato trovato dal presente studio.

È stato definito come un fenomeno eterogeneo e complesso: distinguendolo tra attivismo low-cost e high-cost, con tipologie di investitori che preferiscono la prima forma e altre che invece scelgono la seconda; complesso perché si ha solitamente notizia dell'attivismo pubblico, mentre tutte le manifestazioni private vengono tenute nascoste agli investitori e al mercato.

È importante evidenziare come a costi del monitoraggio differenti corrispondono differenti strategie attiviste, e di come il rendimento dell'attivismo sia proporzionale al suo costo.

In questo elaborato abbiamo visto come l'attivismo low-cost non porti ad una creazione di valore vera e propria per la società. Risultato invece che riscontriamo nell'attivismo degli hedge funds che acquistano partecipazioni rilevanti nelle compagnie bersaglio e frequentemente si impegnano in lotte contro il management delle società arrivando ad ottenere benefici per l'impresa target e il fondo stesso. Riprendendo quanto detto in qualche riga precedente, ho illustrato come le iniziative ostili, solitamente predilette dagli hedge funds, sono quelle che presentano i costi maggiori, ma che grazie alla relazione costo-rendimento, generano un valore maggiore di ricchezza, portando ad una reazione più incisiva sui prezzi delle azioni target.

Va inoltre ricordato, come la corporate governance non deve essere il fine della strategia attivista, ma un mezzo attraverso il quale poter avviare i propri provvedimenti per raggiungere l'obiettivo finale (distribuzione di maggiori dividendi, ristrutturazioni ecc ecc...). Si può affermare quindi che la corporate governance è un mezzo, non un fine dell'attivismo, anche se è naturale attendersi che un cambiamento nella governance societaria ha un impatto positivo solo se porta a dei cambiamenti fondamentali per il raggiungimento degli scopi attivisti.

L'evidenza trovata sull'attivismo mostra anche come questo possa essere uno strumento per tutelare i diritti e gli interessi degli azionisti, specialmente quelli di minoranza. Anche se ci sono anche alcuni casi, in cui tali investitori si sono adattati al contesto istituzionale, legale, e culturale del paese, accordandosi con gli azionisti di controllo. Per questo motivo si può definire l'attivismo come una forza per il cambiamento, tenendo a mente che può altre volte adattarsi all'ambiente che incontra.

Come detto più volte in questo elaborato, a differenza dell'attivismo low-cost, quello che deriva dall'acquisto di partecipazioni rilevanti genera una reazione positiva del mercato. L'attivismo degli hedge funds crea valore sia per gli azionisti della società bersaglio che per gli investitori dei fondi stessi. Tutto questo è stato documentato dalla letteratura che evidenzia rendimenti maggiori, associati a tale forma di attivismo. Queste strategie vedono i fondi hedge che investono in compagnie con problemi di agenzia, ma che godono di una buona salute finanziaria. Anche se, va sempre tenuto conto che il costo da sostenere è più elevato quando associato a tali forme attiviste, specie se ostili.

Un punto molto discusso è stato come l'attivismo possa causare una perdita di ricchezza per i creditori quando è indirizzato alla vendita dell'impresa, ristrutturazioni, incremento del debito e incremento dei dividendi distribuiti agli azionisti. La risposta è semplice, queste strategie aumentano il rischio di credito della società. Non è stata trovata però nessuna evidenza che ci sia una distruzione netta di ricchezza a causa dell'attivismo, così che anche questo problema non permette di dare una visione negativa su tali forme d'investimento.

È stato discusso all'interno di questo lavoro un capitolo su un caso reale portato avanti da un fondo inglese su una banca olandese. L'esito della battaglia non ha portato al raggiungimento vero è proprio degli obiettivi dell'hedge fund TCI. Ma ciò che è certo, e documentato nel capitolo precedente, è come da quando il fondo abbia compiuto il suo investimento, perseguendo strategie attiviste, a quando ha dovuto concludere il suo operato, il prezzo dell'azione sia aumentato con conseguente reazione anomala e positiva da parte del mercato. Tutto ciò a supportare la tesi di come la forma dell'attivismo portata avanti proprio da questi tipi di investitori, generi valori positivi anomali per la società, gli azionisti e il fondo stesso.

In conclusione, tutto è strettamente collegato al contesto istituzionale, culturale e normativo che in alcuni casi, può rappresentare un quadro meno favorevole per il raggiungimento dei loro obiettivi. Quello che è certo e più che logico, è che la sopravvivenza dell'attivismo come stile d'investimento, dipende dalle sue capacità di generare profitti per gli investitori attivisti, e di come in assenza del soddisfacimento di questa condizione necessaria, l'attivismo sarebbe abbandonato¹²¹.

¹²¹ Brav et al, 2008.

BIBLIOGRAFIA:

- AIMA (Alternative Investment Management Association) PAPER, Unlocking Value: the positive role of activist hedge funds.*
- Y. ALLAIR & F. DAUPHIN, Activist Hedge Funds: creators of lasting wealth? What do the empirical studies really say, working paper, 2014.*
- G.P. BARBETTA & P. RANCI, Le fondazioni bancarie come strumenti di crescita civile, in Il Milano, 1995.*
- LUCIAN A. BEBEHUK, The long-term effects of hedge fund activism, Harvard Law School, 2015.*
- M. BECHT, J. FRANKS, Hedge Fund activism in Europe, finance working paper, 2010.*
- P. BIANCHI, Crisi economica e politica industriale, 2009.*
- BRAV & WEI JIANG, The returns to Hedge Fund activism, law working paper, 2008.*
- BRAV & JIANG, Hedge Fund activism and their long-term consequences, working paper.*
- BRAV & JIANG & KIM, The real effects of hedge fund activism: productivity, asset allocation and labor outcomes; working paper, 2015.*
- THOMAS W. BRIGGS, Corporate governance and the new hedge fund activism: an empirical analysis, working paper.*
- G. BRUNI, La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi, 2012.*
- CHRIS CLIFFORD, Value creation or destruction? Hedge fund as shareholder activists, working paper Arizona State University, 2008.*
- E. CROCI, Shareholder Activism: azionisti, investitori istituzionali e hedge fund.*
- A. DE LUCA, Il credit risk management presso i gruppi bancari italiani, in Amministrazione & finanza, 2008.*
- A. DE LUCA, Marketing bancario e metodi statistici applicati, 1998.*
- B. ENGELMAN & E. HAYDEN & D. TASCHE, Testing Rating Accuracy, in Risk, 2000*
- MATTEO EREDE, Governing cooperations with concentrated ownership structure: can hedge funds activism play any role in Italy? University of Pennsylvania Law School, working paper.*
- M. EREDE & G. SANDRELLI, “Inappropriate short-term activism” vs. “appropriate long-term engagement”, Milano, Università Bocconi, 2011.*
- N. M. GANTCHEV, The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model, University of Pennsylvania working paper, 2011.*
- S. GILLIAN & L.T. STARKSs, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2010.*

- M. GRILLO, Teoria dell'impresa e teoria dei diritti di proprietà.*
- J. M. KARPOFF, The impact of shareholder activism on target banks, 2003.*
- N. KLEIN, Small and medium enterprises: credit supply shocks and economic recovery in Europe, 2014.*
- A. KLEIN & E. ZUR, Bank Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors.*
- KLEIN & ZUR, The impact of Hedge Fund activism on target firm's existing bondholders, working paper.*
- E. KOCENDA & M. VOJTEK, Default Predictors and Credit Scoring Models for Retail Banking.*
- M. JENSEN & W.H. MECKLING, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of Financial Economics, 1976.*
- LEE & SCHLOETZER, The activism of Carl Icahn & Bill Ackman.*
- S. MELCHIORRE, Investitori istituzionali e controllo bancario, in Banca, borsa e titoli di credito, 2010.*
- J. P. MORGAN PRESENTATION, The Activist Revolution, 2015.*
- G. PETRINI, Entro e oltre Basilea 2: non solo rating, ma anche processi, in Banche e banchieri, 2009.*
- F. PILUSO, I fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking, minaccia o opportunità?*
- A. ROMAN, Shareholder activism in banking; The Federal Reserve Bank of Kansas City, research working paper, 2015.*
- A. ROMAN, Investor activism effects in banking: Is activism beneficial for bank shareholders, creditors, and the public?, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2015.*
- B. S. SHARMAN, Activist Hedge Funds in a world of board independence: creators or destroyers of long-term value?working paper.*
- L. WHITE, The credit rating industry: an industrial organization analysis; Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, 2002.*
- J. XU& Y. LI, Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting.*