



Dipartimento Di Impresa E Management

Cattedra: Operazioni di Finanza Straordinaria

SHAREHOLDER ACTIVISM: FINALITÀ, MODALITÀ OPERATIVE,
GESTIONE DEGLI INTERESSI E RAPPORTO TRA AZIONISTI E
MANAGEMENT.

ANALISI TEORICA E VALUTAZIONI EMPIRICHE.

Relatore

Chiar.mo Prof. Alessandro PANSA

Tesi di Laurea di:
Cesare ZUCCHINI
Matr. 669571

Correlatore

Prof. Luigi GUBITOSI

Anno Accademico 2015/2016

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | INTRODUZIONE | 4 |
| 1.1 | Background | 5 |
| 1.1.1 | <i>Origini dello shareholder activism</i> | 5 |
| 1.1.2 | <i>Distinzione tra vecchio e nuovo paradigma: attivismo difensivo (ex post) vs attivismo offensivo (ex-ante)</i> | 7 |
| 1.2 | Problemi di agenzia, il ruolo degli attivisti | 13 |
| 1.2.1 | <i>Perché l'attivismo funziona: le opportunità create dai problemi di agenzia</i> | 13 |
| 1.2.2 | <i>Fattori di accelerazione dell'attivismo: crescita delle proprietà degli investitori istituzionali e dei loro doveri "fiduciari", riforme di corporate governance e rilevanza di stampa e mezzi di comunicazione.</i> | 17 |
| 1.2.3 | <i>Crescita delle proprietà degli investitori e dei loro doveri "fiduciari"</i> | 18 |
| 1.2.4 | <i>Riforme di corporate governance</i> | 22 |
| 1.2.5 | <i>Il ruolo di stampa e mass media</i> | 23 |
| 1.4 | Crescita e diffusione dell'attivismo | 25 |
| 1.4.1 | <i>Ragioni di crescita dell'attivismo</i> | 25 |
| 1.4.2 | <i>Excursus quantitativo sui patrimoni gestiti, proposte avanzate e tasso di successo degli attivisti</i> | 27 |
| 2 | ATTIVISMO DEGLI AZIONISTI "SHAREHOLDER ACTIVISM" | 30 |
| 2.1 | Chi sono gli attivisti? | 30 |
| 2.1.1 | <i>Profilo di un investitore attivista nel 2016.</i> | 30 |
| 2.2 | Categorie, obiettivi e metodo dell'attivismo | 36 |
| 2.2.1 | <i>Le diverse nature degli attivisti: investitori istituzionali, compagnie di asset management, hedge funds, compagnie interessate nella target e investitori privati</i> | 36 |
| 2.3 | Caratteristiche della società target | 39 |
| 2.3.1 | <i>"Targeting criteria"</i> | 39 |
| 2.3.2 | <i>Le conseguenze sulla società target: management distraction, financial impact e business disruption</i> | 42 |
| 3 | STRATEGIE, TATTICHE E STRUMENTI | 43 |
| 3.1 | Il processo di investimento | 43 |
| 3.1.1 | <i>Le fasi dello Shareholder Activism</i> | 43 |
| 3.3 | Activist short selling | 58 |

| | | |
|---------|---|-----|
| 3.3.1 | <i>Un bene o un male?</i> | 58 |
| 3.3.1.1 | <i>Manipolatori di mercato o protettori del mercato?</i> | 58 |
| 3.3.1.2 | <i>Regolamentazione degli "Active Short Sellers"</i> | 60 |
| 3.3.2 | <i>Il metodo: il caso Muddy Waters Capital LLC</i> | 62 |
| 3.3.3 | <i>La Profittabilità</i> | 64 |
| 3.3.3.1 | <i>"Manipulative Trading Strategies": Floating-Price Convertibles</i> | 64 |
| 3.3.3.2 | <i>Recenti regolamentazioni in risposta allo short selling: il modello "leverage constraint"</i> | 66 |
| 3.4 | <i>Gestione degli attivisti</i> | 69 |
| 3.4.1 | <i>Strategie di difesa</i> | 69 |
| 3.4.1.1 | <i>Prevenire e affrontare l'emergere dello Shareholder Activism</i> | 69 |
| 3.4.1.2 | <i>L'offesa è la miglior difesa</i> | 78 |
| 3.4.1.3 | <i>Esternalità</i> | 81 |
| 3.4.1.4 | <i>Poison pills: conseguenze pratiche</i> | 82 |
| 3.4.1.5 | <i>Strategie di comunicazione, proxy contests e azioni legali</i> | 84 |
| 3.4.1.6 | <i>Greenmail: shareholder activism e benefici privati del controllo.</i> | 88 |
| 3.4.2 | <i>Buyback e dividendi: costi di agenzia e flussi di cassa.</i> | 94 |
| 3.4.3 | <i>Prezzi e valori nel mercato del controllo</i> | 104 |
| 3.4.3.1 | <i>Premi e sconti nelle valutazioni aziendali</i> | 104 |
| 3.4.3.2 | <i>Il valore del controllo: il differenziale tra azioni ordinarie e azioni di risparmio</i> | 107 |
| 3.4.3.3 | <i>Riallocazione del pacchetto a soggetti non contrari al piano</i> | 110 |
| 4 | GOVERNANCE E CONTROLLO | 114 |
| 4.1 | Shareholder activism e governance | 114 |
| 4.3 | Migliorare l'impatto dell'attivismo sulla corporate governance | 120 |
| 4.3.1 | <i>Controlli interni: ridurre l'attivismo che non massimizza il valore</i> | 120 |
| 4.3.2 | <i>Controlli esterni: ridurre gli sprechi degli "Shareholder Proposals"</i> | 125 |
| 5 | SHAREHOLDER ACTIVISM: UNA SINTESI DELLE EVIDENZE EMPIRICHE | 127 |
| 5.1 | Introduzione | 127 |
| 5.2 | Gli effetti dello shareholder activism sul valore delle società target | 131 |
| 5.3 | Effetti sugli utili, sulle operations e sulle caratteristiche della governance, della società target | 134 |
| 5.4 | Criteri per l'individuazione della target | 136 |
| 5.5 | Conclusioni | 140 |
| 6 | BIBLIOGRAFIA | 143 |

1 INTRODUZIONE

Lo *shareholder activism* racchiude un insieme di attività, più o meno aggressive, di uno o più azionisti di una *public company*, intenzionati ad estrarre valore da una società che ritengono sottovalutata.

Questo fenomeno è cresciuto negli ultimi anni e nessuna compagnia ne è immune. Gli *activist*, che chiameremo “attivisti”, si concentrano su società con vulnerabilità sia finanziarie che di *governance*, raggiungendo molto spesso gli obiettivi che si erano prefissati. Complessivamente il numero di società soggette a richieste pubbliche da parte di attivisti è cresciuto del 16%, arrivando a 551¹ nel 2015.

Una spiegazione per cui l’impegno degli *activist* è cresciuto sempre più negli ultimi anni è sicuramente l’aumento dei capitali a loro disposizione. È infatti stimato che i fondi attivisti rappresentino attualmente 169 miliardi², tre volte di più rispetto al 2010 e con un tasso di successo, su almeno una parte dei propri obiettivi, del 69%³.

Le critiche accusano gli attivisti di essere orientati al breve periodo, circostanza ritenuta vera dal 96%⁴ degli amministratori, e di essere alla ricerca di un rapido guadagno. Tuttavia una vasta maggioranza degli amministratori riconosce che l’attivismo può essere positivo per l’attività aziendale, in termini di maggior efficienza nel valutare la strategia, l’operatività e l’allocazione del capitale.

Nonostante le società possano trarre benefici dell’attivismo, la maggior parte delle stesse ricerca strategie per stare lontano dal mirino degli attivisti. Metà degli amministratori dichiara che il proprio CdA comunica regolarmente con chi investe nella compagnia, e il 48% afferma di utilizzare servizi di monitoraggio sulle azioni per controllare i cambi nella compagine azionaria. Più di un terzo delle società, revisiona le vulnerabilità strategiche che potrebbero attrarre un’attivista e assumono una terza parte per servizi di consulenza riguardanti l’attivismo⁵.

Un ambiente così organizzato fornisce un’opportunità per il CdA di verificare che l’amministratore delegato della compagnia stia facendo abbastanza per massimizzare il valore per gli azionisti.

Concentrandosi sulla creazione di valore nel lungo periodo, gli amministratori possono aiutare la società a evitare gli effetti negativi e le contraddizioni generate dall’agenda degli attivisti.

Un piano di sviluppo sostenibile dovrebbe esaminare alternative di crescita come la cessione di business o asset poco performanti, scindere la compagnia o fare acquisizioni.

¹ Crescita registrata nel 2015 rispetto all’anno precedente. I dati si riferiscono alle società quotate aperte soggette a richieste dagli attuali azionisti. I dati non includono le campagne di attivismo promosse da fondi ribassisti o short seller. *The Activist Insight Investing annual review*, Schulte Roth & Zabel 2016.

² Numero a cui si aggiungono i fondi che solo parzialmente si concentrano sull’attivismo, rappresentanti di 173 miliardi, per un totale di 342 miliardi. In aggiunta l’86% dei fondi ha dichiarato che si impegnerà in nuove operazioni di capital-raising nei prossimi 12 mesi. *The Shareholder Activist view 2015*, FTI consulting

³ Dato aggiornato al 2015, *Activist Insight, Activist Investing Review 2016, January 2016*

⁴ PwC 2016, *Annual Corporate Directors Survey, Octobers 2016*.

⁵ PwC 2016, *Annual Corporate Directors Survey, Octobers 2016*.

Lo scopo di questo studio è fornire una panoramica circa lo spettro di attività: chi sono gli attivisti, che cosa vogliono, quando è probabile che approccino una società, quali tattiche usano, quali sono i diversi tipi di attivismo e come le società possono sia prepararsi che rispondere ad ogni tipo di attivismo.

La tesi ha quindi tre obiettivi principali: (1) esaminare la letteratura accademica e gli articoli contemporanei sul fenomeno dello *shareholder activism* e della sua presumibile evoluzione; (2) compendiare le *best practice* e le strategie attuabili per gestire lo *shareholder activism* e (3) disegnare un modello che definisca quando è conveniente per la società riallocare le azioni a soggetti non contrari al piano strategico.

1.1 Background

1.1.1 Origini dello *shareholder activism*

Le radici dello *shareholder activism*, fenomeno tipicamente, risalgono agli inizi del ventesimo secolo, quando a seguito della grande depressione, il congresso istituì l'agenzia governativa indipendente chiamata "Securities and Exchange Commission" ("SEC"). Questa fu la prima di una serie di atti normativi volti a regolamentare i mercati e a proteggere gli interessi degli azionisti delle *public company*.

A metà degli anni cinquanta, fondi mutuali e indicizzati emersero nella misura in cui gli investitori cominciarono ad apprezzare liquidità e diversificazione. Questo cambiamento nella struttura dell'azionariato ha amplificato il problema di agenzia nelle *public company*, tra i proprietari e la funzione di controllo della compagnia, dal momento che gli azionisti vennero rimpiazzati dai manager.

Fino all'arrivo dei fondi indicizzati, la principale via per un'azionista di manifestare il proprio malcontento era attraverso la "Wall Street walk". Questa espressione suggerisce che se l'azionista di una particolare società era in disaccordo con la sua strategia, pratiche di governance, compenso degli amministratori o altre questioni, poteva semplicemente uscire dalla posizione vendendo le sue azioni. Tuttavia, data la crescita dei fondi passivi di lungo periodo (fondi con mandato di replicare costantemente un intero indice) questa soluzione diventò presto priva di significato. Cosicché furono rari i ricorsi degli azionisti in disaccordo con le modalità in cui la società di cui erano proprietari veniva gestita.

Il moderno *shareholder activism* entrò in una seconda fase negli anni settanta con l'avvento dei *corporate raiders*. La loro forma di intervento contro una compagnia ritenuta *underperforming* era di acquisire un interesse di maggioranza nella società e di usare questa posizione per rimpiazzare il management o forzare la compagnia a implementare le loro proposte strategiche. Le transazioni in atto da questi investitori tendevano ad essere ostili, in altre parole il management della compagnia target si opponeva alla scalata e gli investitori adottavano una serie di tattiche per raggiungere degli accordi unilaterali con altri azionisti, nella maggior parte dei casi tramite un'offerta pubblica di acquisto.

Una volta al potere, la nuova maggioranza avrebbe attuato quei drammatici cambiamenti allo scopo di estrarre valore per gli azionisti anche se a svantaggio della società. Considerando che le parti separate della compagnia valevano più dell'insieme stesso, i piani prevedevano la liquidazione degli asset o un drastico

ridimensionamento delle *operation*, causandone un'immediata o graduale liquidazione dell'azienda, assieme alla creazioni di profitti per gli azionisti di maggioranza.

A seguito della crescita di queste transazioni, per natura ostili e con conseguenze negative sulla compagnia e sulla maggioranza degli azionisti, il management si sforzò di difendere la compagnia da queste pratiche i cui pionieri furono conosciuti come *corporate raiders*.

Nella decade successiva questi comportamenti del management portarono alle *poison pills*, ai *golden parachutes*, ai *classified boards* e ad altre tattiche che effettivamente costituivano un "fossato" attorno alla compagnia. La strutturazione di pratiche difensive assieme ad un miglioramento della performance del mercato azionario e ai cambiamenti delle leggi U.S. che rafforzarono i diritti degli azionisti di minoranza, portò a un declino dei *corporate raiders* durante gli anni novanta.

Assieme alla crescita dei *corporate raiders*, una nuova classe di investitori approcciò la moderna fase di attivismo in un modo diverso. Gli anni ottanta videro la crescita del *leveraged buyout* (LBO) dove le società spesso sceglievano di affiancarsi al management per privatizzare una compagnia in difficoltà, apportando quei cambiamenti necessari a renderla profittevole.

Quando una società era sotto attacco di un *corporate raiders* o un *buyer* ostile, i cosiddetti *white knights* potevano essere chiamati per offrire un'opzione alternativa e forse un prezzo più alto per gli azionisti. Nella maggior parte di questi casi il management rimaneva al suo posto e la possibilità di smembramento o liquidazione della società era più bassa rispetto agli scenari ostili proposti dai *corporate raiders*.

Sebbene mossi da motivi simili, le diverse tattiche utilizzate portarono a reazioni differenti. Spinte dal "junk bond market" di Micheal Milken e Drexel Burnham, l'esplosione dei LBO degli anni ottanta contrappose *corporate raiders* e *buyout management-friendly* su molte transazioni, incrementando i prezzi delle *public company* a favore dei loro azionisti.

Culminato con il buyout di KKR su RJR Nabisco, l'esplosione dei LBO ha incominciato ad affievolirsi assieme all'indebolimento del mercato delle transazioni, dovuto anche all'incremento dei tassi di interesse. L'eccesso di questo mercato divenne evidente quando diverse società target di buyout furono costrette a dichiarare bancarotta.

Nonostante il mercato dei buyout si è indebolito negli ultimi anni, l'LBO continua ad essere il principale strumento usato dalle compagnie di *private equity* per portare fuori dal mercato le società obiettivo e generare ritorni superiori al mercato.

Il nuovo secolo ha portato una nuova era di *shareholder activism*. Mentre alcuni dei singoli player sono rimasti gli stessi dai tempi dei *corporate raiders* degli anni settanta e ottanta, le strategie adottate dagli attivisti contemporanei sono diverse. Piuttosto che acquisire un pacchetto di maggioranza in una compagnia per poi

forzarne il cambiamento, gli attivisti di oggi tendono ad acquistare silenziosamente una piccola quota, spesso nel range del 3-10%⁶, prima di provare ad influenzare il management nell'adozione delle loro proposte.

Il confluire di una serie di fattori ha reso l'attuale contesto pronto per questa forma di *shareholder activism*. In primo luogo le diverse misure difensive adottate dal management e dal board sono cadute in disuso tra gli investitori istituzionali, limitando le barriere all'entrata degli "attivisti". Inoltre, una serie di eventi economici ha causato un mutamento sulla percezione delle società e degli *executives*, da parte del pubblico. Dai primi anni '2000 fino al 2010, l'economia U.S. ha vissuto la fine della bolla Dot-com, una moltitudine di scandali (Enron, WorldCom, Adelphia) fino ad arrivare alla crisi finanziaria del 2008 e alla sua lenta ripresa. A sottolineare questi eventi è la crescente disparità dei redditi, incluso gli stipendi dei CEO, contrapposti allo stipendio del lavoratore medio e all'alta inflazione. La somma di queste circostanze ha dato come risultato un cambiamento sociale nella percezione del capitalismo. Questo cambiamento di percezione è stato accompagnato da un approccio meno ostile che ha determinato un diverso modo di intendere lo *shareholder activism*. Contrariamente ai *corporate raiders* delle generazioni passate, considerati individualisti e distruttivi, gli attivisti di oggi sono etichettati come catalizzatori del cambiamento, distruttori dello status quo e perfino "eroi del capitalismo"⁷.

1.1.2 Distinzione tra vecchio e nuovo paradigma: attivismo difensivo (ex post) vs attivismo offensivo (ex-ante)

Lo *shareholder activism* è stato definito come "l'esercizio e il rafforzamento dei diritti da parte dagli azionisti di minoranza, con l'obiettivo di accrescere il valore di lungo periodo per gli azionisti".⁸ Definire lo *shareholder activism* in questo modo presuppone che il punto di partenza dell'intervento intrapreso, siano proprio i diritti degli azionisti.

Di conseguenza gli investitori che si concentrano su strumenti a tasso fisso, inclusi gli *hedge fund*, non si qualificano come attivisti, il che esclude dalla categoria degli *shareholder activist* anche i "fondi avvoltoio" che compiono operazioni ricorrendo all'utilizzo del debito.

Gli obiettivi dei fondi avvoltoio sono infatti società in gravi difficoltà finanziarie, di cui i fondi stessi acquisiscono una parte del debito, con uno sconto tanto più ampio quanto maggiore è la probabilità che la società sia insolvente⁹. I fondi avvoltoio si aspettano di generare ritorni per i propri investitori adottando una posizione di

⁶ J.P. Morgan Corporate Finance Advisory and Merger & Acquisitions, January 2015

⁷ Economist Magazine, February 2015.

⁸ Chee Keong Low, "A Road Map for Corporate Governance in East Asia", (2004) 25 Nw. J. Bus. Law 165, 185-186

⁹ Hotchkiss Robert M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms", (1997) 43 J. Fin Econ. 401.

negoziazione molto dura, tipicamente sostenuta da credibili minacce di ricorso legale, per impossessarsi del controllo della società in difficoltà¹⁰.

Sebbene gli *hedge fund* che operano come “avvoltoi” abbiano un orientamento attivista, non sono *shareholder activist* perché fanno affidamento sul debito piuttosto che sul capitale proprio, come punto di partenza.

Se la definizione di *shareholder activism*, riferendosi all’uso dei diritti degli azionisti per incrementare il valore, delinea i parametri di una tattica di *corporate governance*, la formulazione ha una natura troppo generica per distinguere gli interventi degli *hedge fund* da quelli intrapresi dai “tradizionali” investitori istituzionali come i fondi comuni di investimento e i fondi pensione. Due autori, Kahan e Rock, hanno così descritto differenti approcci: “l’attivismo dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensioni, se si verifica, tende ad essere accidentale ed *ex-post*: quando i gestori dei fondi notano che le società presenti nel loro portafoglio hanno un rendimento scarso, o che la loro *governance* è inadeguata, si attiveranno di conseguenza. Al contrario, l’attivismo degli *hedge fund* è strategico ed *ex-ante*: i gestori degli *hedge fund* determinano preventivamente se una società possa beneficiare dell’attivismo, e solo successivamente prendono una posizione e diventano attivi.”¹¹

O come ha suggerito Macey, mentre i “fondi comuni e gli altri investitori esperti” solitamente si rifiutano di investire in società scarsamente performanti, “piuttosto che vedere dei pessimi rendimenti come qualcosa da evitare, gli *hedge fund* ci intravedono opportunità di investimento”¹². Utilizzare gli aggettivi “difensivo” e “offensivo” definisce e distingue opportunamente il tipo di attivismo che caratterizza i tradizionali azionisti istituzionali dal tipo con cui gli *hedge fund* hanno ottenuto notorietà.

Lo *shareholder activism* difensivo si verifica quando un investitore, che è già in possesso di una quota azionaria diventa insoddisfatto della performance o del governo societario e reagisce esortando dei cambiamenti, sia “dietro le quinte”, sia con una sfida pubblica al management, proponendo ad esempio l’elezione di amministratori supportati dagli oppositori. Un’azionista che utilizza modalità difensiva non sarà in possesso di abbastanza azioni per assicurarsi il controllo in sede di consiglio o per dettare politiche societarie, ma sarà capace di usare la propria quota come un importante punto di partenza per guadagnare supporto per i cambiamenti che sta esortando. Allo stesso modo i fondi pensione e i fondi di investimento coinvolti nello *shareholder activism*, assumeranno la maggior parte delle volte questo tipo di atteggiamento, lavorando sulla difensiva per proteggere gli investimenti già intrapresi nelle società interessate.

¹⁰ Thomas H. Noe e Micheal J. Rebbello, “Reputation and the Market for Distressed Firm Debt”, (2003) 38 *J. Fin. Quantitative Analysis* 503, 504-5; Mike Spector and Jeffrey McCracken, “Distressed Takeovers Soar”, *Wall St. J.*, Aug. 11, 2009

¹¹ Marcel Kahan e Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, (2007) 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021.

¹² Jonathan Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2008) 241.

Lo shareholder difensivo non è per niente limitato all'intervento degli investitori istituzionali. Questa etichetta è adatta ogni qualvolta un investitore che detiene una partecipazione rilevante in una società fa affidamento sui diritti degli azionisti per difendere azioni correttive. Ne fa ad esempio John D. Rockefeller, che organizzò e vinse una *proxy fight* o battaglia di deleghe contro la Standard Oil of Indiana nel 1929.¹³ Dopo che il colonnello Robert Stewart, presidente della società risultò implicato nello scandalo politico *Teapot Dome*, Rockefeller lo incoraggiò a presentare le dimissioni dalla carica ricoperta. Stewart rifiutò. Allora Rockefeller, che deteneva il 15% delle azioni, lanciò una battaglia di deleghe nella quale anteponeva una lista di amministratori in opposizione a quelli appoggiati da Stewart e dal resto del management. Rockefeller, che poteva contare sul supporto della banche della Standard Oil e di vari azionisti istituzionali, prevalse in quello che fu un voto fortemente contestato.

La caratteristica chiave che rende l'attivismo "difensivo" è la detenzione, da parte dell'azionista, di una partecipazione rilevante prima di procedere, il cui valore l'investitore cercherà di proteggere per mezzo dell'intervento. Questa "dote" iniziale non è però determinante di quel comportamento a cui ci riferiamo col termine attivismo "offensivo". Quello che succede in questo caso è che un investitore, non in possesso di una quota rilevante nella società, ne consolida una con il proposito "offensivo", basandosi sulla supposizione che i cambiamenti saranno fatti per correggere le inefficienze, al fine di massimizzare il valore per gli azionisti e con l'intenzione di attivarsi per il cambiamento laddove il management non prenda l'iniziativa. Come la citazioni di Kahn, Rock e Macey¹⁴ suggeriscono, questo è esattamente il tipo di attivismo per il quale gli *hedge fund* hanno acquisito notorietà.

Il termine "*offensive shareholder activism*" connota potenzialmente un atteggiamento aggressivo nei confronti del management in carica. Tuttavia, questa tattica non implica necessariamente un confronto ostile rivolto agli attuali gestori della società obiettivo. Per esempio, la Hunt Foods, una società quotata guidata da Norton Simon, che negli anni cinquanta e sessanta si impegnava in attivismo offensivo, era pienamente pronta a cooperare con il management delle società nelle quali consolidava una partecipazione di rilevanza. Come ha riferito lo stesso Simon in una intervista del 1965, "più il management lavora con noi, meno saremo propensi nel proseguire."¹⁵

Analogamente, mentre gli *hedge fund* attivisti hanno guadagnato notorietà per il loro comportamento aggressivo, nel caso in cui la società sia particolarmente legata al management in carica, sono spesso i fondi stessi a puntare alla collaborazione¹⁶.

Come dichiarato nel 2004 da Watten Lichenstein, il fondatore di Steel Partners II, un illustre *hedge fund* attivista, "la situazione migliore è quella in cui troviamo una azione a poco, con un buon management e una buona

¹³ Carter F. Henderson e Albert C. Lasher, *20 Million Careless Capitalists* (Garden City, N.Y.: Doubleday & Co., 1967), 75-77.

¹⁴ *Supra nota* 6 7

¹⁵ David C. Smith, "Not-So-Simple Simon", *Wall Street J.*, March 4, 1965, 1.

¹⁶ "Proxy Warriors", *Institutional Investor*, January 2003.

attività aziendale, e possiamo rilassarci e guadagnare.” A supporto di quanto detto, Lichenstein testimonia che quando la Steel Partners II acquisisce un pacchetto azionario, “molte volte il management è contento della presenza di investitori di lungo periodo in grado di fornire supporto”¹⁷.

E’ quindi utile a questo punto distinguere il tentativo di raggiungere una partecipazione di minoranza per spingere ad un cambiamento dal competere per avere la maggioranza assoluta¹⁸.

Quest’ultima attività è un elemento chiave del mercato per il controllo societario notoriamente identificato da Henry Manne¹⁹. Il precedente *offensive shareholder activism* può essere spiegato come a supporto di quello che può essere definito “*market for corporate influence*”.

Teoricamente, un’azionista impegnato in un attivismo offensivo può cambiare posizione e optare per un’offerta pubblica di acquisto. Parimenti, un *corporate raiders* che spinge le società target sulla difensiva acquistando una partecipazione significativa, criticando il management e intimidando un’offerta per il controllo societario, potrebbe non riuscire a riprendere un approccio non ostile. In questa situazione, cercare di influenzare la società obiettivo e ricercarne il controllo, piuttosto che essere due eventi di *corporate governance* totalmente distinti, rappresentano due fasi dello stesso fenomeno. Comunque, è utile tracciare un confine tra gli investitori che intendono provocare un qualche tipo di cambiamento senza acquistare una quota di azioni sufficientemente larga da assicurare di fatto il controllo di voto, da quegli investitori determinati a comprare una maggioranza di azioni dagli attuali azionisti (ad esempio tramite un’offerta pubblica di acquisto di successo), etichettata da Gilson e Schwarts come *transfer by sale*.²⁰

Le differenze tra i modelli di business dei fondi di private equity e degli hedge fund illustrano perché è importante distinguere coloro che sono alla ricerca dell’influenza da quelli che ricercano il controllo. Come è noto, i fondi di private equity specializzati nelle transazioni *public-to-private* esercitano un buyout al fine di ottenere

¹⁷ Stephen Taub, “Man of Steel”, *Alpha*, February 2004. Da vedere anche Helen Avery, “Hedge Funds: Forget Lawyers, Lean from a Real Active Manager”, *Euromoney*, March 2006 (dove si descrive la filosofia di investimento di Tommy Taylor, un veterano dell’attivismo degli hedge fund)

¹⁸ Formalizzando questa affermazione, in un contesto di votazione caratterizzato dalla regola di maggioranza assoluta, una partecipazione influente, a differenza di una quota di controllo, sarà quella dove l’acquirente detiene una qualche quota di α (dove $0 < \alpha < 1$) dei diritti di voto, tale che $0 < \alpha < 0.5$. In una società ad azionariato diffuso, sarà tipicamente possibile controllare il risultato di una votazione sulla maggior parte degli argomenti con una quota inferiore al 50% dei voti. Se consideriamo n per rappresentare la frazione di diritti di voto necessari per assicurarsi la maggioranza di voto con certezza (dove $0 < n < 0.5$), allora possiamo aggiungere un ulteriore vincolo, vale a dire che $0 < \alpha < n < 0.5$.

¹⁹ Henry G. Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control”, (1965) 73 *J. Political Econ.* 110.

²⁰ Ronald J. Gilson e Alan Schwartz, “Sales and Elections as Methods for transferring Control”, (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law* 783, 790. For a similar exercise in line-drawing, see John Pound, “The Rise of Political Model of Corporate Governance and Corporate Control”, (1993) 68 *N.Y.U. L. rev.* 1003, 1007 (facendo una distinzione tra il modello di governance “political” e di “takeover”, dove il primo include un approccio dove l’investitore attivista ricerca cambi nelle politiche societarie sviluppando il proprio supporto di voto da un azionariato disperso, piuttosto che comprare semplicemente il controllo o il potere di voto)

tutte le azioni con diritto di voto, portando così le società target fuori dal mercato²¹. Ancora una volta, i *leveraged buy-out* promossi da un private equity, seguiti dall'uscita dal mercato della società, non si qualificano come *shareholder activism* offensivo.

L'approccio all'investimento impiegato dagli *hedge fund* attivisti è sensibilmente diverso da quello adottato dai *private equity*. Le società di private equity si aspettano di assumere un ruolo di comando sul management delle società che portano fuori dal mercato, e come sostengono, è questa la modalità tramite cui sarà creato valore prima che le società ritorni sul mercato o venga venduta.²² In contrasto, gli *hedge fund* attivisti non hanno un interesse nell'ottenere il pieno controllo delle società obiettivo²³. Invece, preferiscono non impegnare il capitale sotto forma di una maggioranza, ma piuttosto aspettano un rendimento come azionisti di minoranza quando il ritorno per gli azionisti aumenta, dovuto, in qualche caso, ai cambiamenti che il management ha apportato in risposta alle pressioni degli investitori.

L'agenda di un *hedge fund* tipicamente incomincia con l'acquisizione di una partecipazione di minoranza della società obiettivo, per poi ricercare un'interazione con il CdA con una telefonata o una lettera esortando gli amministratori in carica a compiere dei cambiamenti volti ad aumentare il valore per gli azionisti.²⁴

Anche se possono indirizzare il cambiamento in favore di efficienze operative, solitamente i loro cambiamenti hanno una matrice finanziaria, come un miglioramento dello stato patrimoniale scorporando *non-core assets* e distribuendo agli azionisti quella cassa in eccesso tramite riacquisto di azioni o con l'emissione di un dividendo straordinario.²⁵ Quando l'approccio più moderato non si traduce negli effetti desiderati, un *hedge fund* può decidere di esporsi maggiormente criticando pubblicamente il management o minacciando una causa legale contro gli amministratori della società²⁶. Una strategia particolarmente efficace è minacciare quello che Gilson e

²¹ Da vedersi James F. Cotter & Sarah W Peck, "The Structure of Debt and Active Equity Investors; The Case of the Buyout Specialist", (2001) 59 *J. Fin. Econ.* 101, 106, 111-12. 143 (riconoscendo la tendenza ma riscontrando un numero di buyouts dove la società di private equity non ha comprato tutte le azioni)

²² Brian Cheffins e John Armour, "The Eclipse of Private Equity" (2008) 33 *Del. J. Corp. L.* 1, 13-14

²³ Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy e Randall Thomas, "Corporate Governance and Firm Performance", (2008) 68 *J. Fin.* 1729, 1749-55; Bruce N. Lehmann, "Corporate Governance and Hedge Fund Management", (2006) 91 (4) *Federal Reserve Bank of Atlanta Econ Econ. Rev.* 81, 90.

²⁴ The Conference Board, "Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors", (Conference Board, 2008).

²⁵ April Klein e Emanuel Zur, "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", (2009) (dove sono citate evidenze empiriche che indicando che i fondi hedge fund ricercano società con grandi disponibilità di cassa).

²⁶ The Conference Board, "Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors", (Conference Board, 2008); Riva D. Atlas, "Some Funds Taking Role Far Beyond Just Investor", *N.Y. Times*, August 16, 2005 (ma riprendendo quanto detto da un esperto investitore attivista, esporsi pubblicamente con un attacco all'amministratore delegato non è la "prima scelta" per un attivista)

Schwartz chiamano *transfer by vote*, inteso come l'assicurarsi il controllo manageriale vincendo una battaglia di deleghe, volta a decidere chi servirà il CdA.²⁷

Gli attivisti cercheranno comunque di evitare le battaglie di deleghe a causa degli alti costi che ne deriverebbero.²⁸

In più, i gestori degli hedge fund preferiscono evitare situazioni di coinvolgimento con il management della società obiettivo, da cui ne consegue che assicurarsi dei posti nel CdA non sia una delle priorità nella loro agenda.²⁹ Nonostante ciò, Partnoy, Brav, Jiang e Thomas hanno riportato che nel 13% delle circostanze in cui gli *hedge fund* si sono presentati in società quotate negli U.S. tra il 2001 e il 2006 i fondi attivisti coinvolti hanno lanciato una battaglia di deleghe con l'intento di rimpiazzare gli amministratori in carica.³⁰ Una possibile spiegazione per le battaglia di deleghe è che gli *hedge fund* usino concorrano alla copertura di posti nel CdA per segnalare a potenziali società obiettivo che, se necessario, sono pronti ad investire pesantemente avviando un'*activist campaign*.³¹

In caso di coinvolgimento da parte di un hedge fund è quindi più appropriato affrontare una campagna di deleghe per la direzione piuttosto che una transazione per il cambio del controllo. Quando i fondi stessi eseguono un *transfer by vote*, il loro intento, tipicamente sarà quello di usare il controllo del CdA per orchestrare quei cambiamenti di breve e medio periodo che sostengono incrementeranno i ritorni per gli azionisti. Ancora una volta, consolidare un controllo sul voto attraverso la proprietà delle azioni sarà raramente, se non mai, parte del piano. In più, una scalata azionaria riuscita, imporrebbe all'offerente di farsi carico degli oneri finanziari necessari per i cambiamenti previsti, impegni finanziari non necessari invece per un *hedge fund* che vuole semplicemente assicurarsi un *transfer by vote*.

²⁷ Gilson e Schwartz, *supra* note 14.

²⁸ Ronald J. Gilson e Alan Schwartz, "Sales and Elections as Methods for Transferring Control", (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law* 783, 790.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ Brav, *supra* note 17, 1739, 1743.

³¹ Klein e Zur's, *supra* note 19.

1.3 Problemi di agenzia, il ruolo degli attivisti

1.3.1 Perché l'attivismo funziona: le opportunità create dai problemi di agenzia

Nel 1932, i professori Berle e Means introdussero il concetto di separazione tra proprietà e controllo all'interno delle società americane. Nel loro libro "The Modern Corporation and Private Property" hanno affermato che nelle più grandi società statunitensi "non ci sono azionisti dominanti ed il controllo è mantenuto in larga misura separatamente dalla proprietà". Gli autori affermano la loro teoria sulle evidenze che la proprietà era dispersa tra una moltitudine di azionisti, in assenza di un singolo in grado di controllare buona parte della società. Il controllo della società è quindi delegato ai manager professionisti, in quella che viene definita vita relazione "principal-agent".

Una relazione di "agenzia" è un contratto sotto il quale il *principal* delega una parte del potere decisionale agli *agent* affinché possa ricoprire per suo conto una data mansione. Si tratta di una definizione molto generale che comprende qualsiasi relazione tra due individui in cui la situazione di uno dipende dall'altro, e dove il benessere del *principal* dipende dalle azioni intraprese dall'*agent*. Il secondo, ha un'informazione migliore del suo *principal* e le sue prestazioni sono difficili, se non impossibili, da monitorare. Nell'assunto che le parti perseguono la massimizzazione della loro funzione di utilità, è molto probabile che l'*agent* non sempre agirà negli interessi del *principal*.

Jensen e Meckling (1976), hanno formalizzato la descrizione di una società come un insieme di contratti e hanno identificato negli azionisti e negli altri stakeholder la figura del "principale", e nei manager quella di "agente" della relazione contrattuale. Le asimmetrie informative, che tendono a conferire il controllo della società al management, aumentano in misura proporzionale alla dispersione della proprietà. È proprio questa dispersione ad essere stata definita come uno dei problemi centrali della *corporate governance*. Becht, Bolton e Roell (2002) hanno individuato tre ragioni principali a supporto di questo fenomeno. La prima è che la ricchezza individuale di un investitore potrebbe essere esigua se confrontata con un investimento, la seconda è la diversificazione di portafoglio alla base delle società di asset management e la terza è la liquidità, qualora per un investitore sia difficile rivendere una quota azionaria rilevante sul mercato secondario. Ne consegue che gli investitori non avranno abbastanza incentivi nel detenere una partecipazione di rilevanza. In aggiunta, ogni azionista ha un'agenda diversa dagli altri azionisti e non è in grado di comunicare con tutti gli stakeholder, rendendo quindi impossibile eseguire un'azione comune. Gli azionisti tendono a non esercitare i loro poteri e doveri in quanto proprietari dell'impresa ma piuttosto si comportano da proprietari passivi, considerando l'essere azionisti solo come un investimento.

Tuttavia, attaccato a quelle azioni ci sono diversi diritti e doveri, che sono stati definiti da Monks e Minow (2008) come: il potere di vendere l'azione, il diritto a ricevere dividendi, i diritti residuali in caso di liquidazione della società, il diritto di voto alle assemblee generali, il diritto di intraprendere azioni legali contro gli amministratori e i manager se infrangono i loro doveri, e il diritto di richiedere e ricevere certe informazioni dalla società.

Gli ultimi tre possono essere considerati i diritti e i doveri di uno *shareholder activist* che svolge un'azione di *monitoring* sulla società, bilanciando così i poteri che sono stati conferiti nelle mani dei manager e degli amministratori.

Un'attivista ha quindi il ruolo di proteggere il suo investimento e quello degli altri detentori di azioni. Infatti, ogni azionista trarrebbe beneficio da un monitoraggio attivo sulla società. Sorge a questo punto, scaturito dall'impossibilità di un'azione comune da parte di tutti gli azionisti, un tipico problema di *free riding*. Dove l'azionista, a causa dell'atomizzazione, sostiene da solo i costi, condividendone i benefici con tutta la base azionaria.

Sarà quindi chiaro che i diritti e doveri di monitoraggio dell'azionista possono trovare forti disincentivi nell'essere applicati.

Le conclusioni raggiunte fino a questo punto sono valide per quei sistemi finanziari caratterizzati da una proprietà azionaria diluita. Dovrebbero essere rivalutate nel caso si considerino paesi con una proprietà più concentrata. Infatti, diversi autori hanno riscontrato differenze significative nella concentrazione proprietaria di alcuni paesi rispetto ad UK e US.³²

Rimando predominante il modello di società ad azionariato diffuso, come descritto da Berle e Means, ulteriori studi hanno dimostrato che anche nei paesi Anglosassoni ci sono dei casi di modesta concentrazione proprietaria.³³

Possiamo quindi distinguere due diversi problemi di agenzia, determinati dalla tipologia di sistema finanziario in esame. Se Inghilterra e America appartengono al sistema finanziario "outsider"³⁴, caratterizzato da una netta separazione tra il management e l'azionariato e un mercato dei capitali molto liquido, nel resto del mondo è presente un sistema finanziario "insider"³⁵, dove sono presenti un ristretto numero di azionisti di controllo, solitamente famiglie o stato, con il potere di designare gli amministratori e il management e di esercitare un controllo influente sulle decisioni societarie. Diversi autori hanno trovato diverse spiegazioni per giustificare le differenze tra i due sistemi finanziari, riferendosi al grado di protezione degli azionisti di minoranza³⁶ e a ragioni storiche.³⁷

³² La Porta et al., 1999, 1998; Barca, 1995; Corporate Governance Network, 1997

³³ Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985), Shleifer e Vishny (1986)

³⁴ Klaus J. Hopt, 2006, 2011 (Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation) Law Working Paper N° .170/2011

³⁵ Ibid.

³⁶ Rafael La Porta et al., Johnson et.al., 2000; Becht, Bolton and Roell, 2002; Denis e McConnell, 2003).

³⁷ Mark J. Roe, 2003 "Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact". New York: Oxford University Press, Pp. 250.

Nel sistema *insider* i problemi di agenzia si manifestano diversamente dal conflitto azionisti-manager che caratterizza il sistema *outsider* e come è stato definito dagli autori precedenti³⁸.

Quando la proprietà, e di conseguenza il controllo, è concentrato nelle mani degli azionisti di maggioranza, il conflitto coinvolge questi ultimi e gli azionisti di minoranza³⁹.

In questa fattispecie, la relazione di agenzia vedrà gli azionisti di maggioranza rivestire il ruolo di *agent* e quelli di minoranza quello del *principal*.

Gli azionisti di maggioranza possono quindi estrarre i benefici privati del controllo a spese della minoranza. Questi azionisti hanno spesso diritti di controllo eccedenti rispetto ai diritti sui flussi di cassa, reso possibile attraverso strutture piramidali e riuscendo ad esercitare un'influenza notevole sul management⁴⁰. La mancanza di attività di *monitoring* da parte degli azionisti di minoranza incrementa i poteri degli *agent* e riducendo inoltre i loro obblighi di responsabilità. Gli autori Denis e McConnel, nel 2003, hanno descritto due modi tramite i quali gli azionisti di controllo riescono ad estrarre i benefici privati del controllo dalla società. Il primo è il cosiddetto “*tunnelling*”⁴¹ definito come l'espropriazione dei diritti degli azionisti di minoranza attraverso il trasferimento di proprietà e profitti della società ai suoi azionisti di controllo⁴². Il secondo è la capacità del controllore di nominare i manager e gli amministratori, con la probabile conseguenza di definire le decisioni strategiche della società.

I principali meccanismi di fallimento possono riguardare la divergenza di interessi tra gli azionisti e i manager, la differenza in termini di “*risk appetite*” tra gli azionisti e il management e l'asimmetria informativa tra gli azionisti e i manager⁴³. Nel primo caso, mentre le moderne strutture di *corporate governance* sono progettate per allineare gli incentivi del management con quelli degli azionisti, attraverso sistemi di remunerazioni collegate al valore azionario, questa differenza persiste. Nel secondo caso, esiste un contrasto fondamentale tra il grado di concentrazione che un manager ha nella società rispetto a quello dell'azionista medio. Mentre la maggior parte degli azionisti ha l'abilità di gestire l'investimento come parte di un complesso, il manager ha la sua fonte di sostentamento concentrata nella società che gestisce, sia sul piano finanziario che su quello reputazionale. Questa caratteristica si conclude con una differente predisposizione al rischio tra i proprietari e chi prende le decisioni. Il terzo e ultimo meccanismo è innescato dall'accesso limitato alle informazioni critiche sull'operatività della società, che si riflette in un'inefficiente o inefficace monitoraggio della performance aziendale. Il fatto che il management

³⁸ Berle e Means (1932); Jensen e meckling (1976)

³⁹ La porta et al., supra note 30

⁴⁰ La porta et al., supra note 33

⁴¹ Working Paper 7523 (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2000). Il termine “*tunnelling*” deriva dal ceco “*tunelování*”. La parola veniva associata, a metà degli anni '90, ad un comportamento fraudolento dei manager di molte banche ceche dichiarate fallite, che riuscirono a sottrarre indebitamente, senza essere scoperti, delle proprietà appartenenti agli istituti bancari.

⁴² La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (2000)

⁴³ Jensen e Meckling, 1976 “*Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*”

possa filtrare quelle informazioni, destinate agli azionisti e usate come metro di valutazione, rappresenta un conflitto di interessi tra il *principal* e l'*agent*.

Data la difficoltà e i costi associati all'attività di *monitoring* su chi prende le decisioni, e la valutazione delle performance, la tradizionale teoria dell'agenzia definisce i consigli di amministrazione indipendente come forma appropriata di delega del potere decisionale da parte dei proprietari. Perché il CdA ha una più vasta visuale e un maggior coinvolgimento a livello operativo nella società.

Come descrivono Fama e Jensen⁴⁴, “i consigli di amministrazione hanno sempre il potere di assumere, licenziare e remunerare il *top-level* management, e di approvare e monitorare decisioni importanti”.

Nonostante l'abilità di un CdA che opera con diligenza professionale, di aggiungere valore per la società e per i suoi azionisti, risultati sia accademici che empirici hanno evidenziato l'emergere di una serie di inefficienze, limitando il contributo positivo del CdA. I potenziali difetti possono suddividersi in tre categorie: finanziari, di risorse e relazionali. I primi risultano dal fatto che, anche se gli amministratori sono remunerati in base all'andamento azionario, la loro partecipazione nella società rappresenta una minima frazione dei loro investimenti netti, risultando in un basso incentivo a concentrarsi sulla società in questione rispetto agli altri investimenti, personali o professionali.

Il secondo difetto sorge dalla caratteristica dell'amministratore di far parte di più consigli, spesso con incarichi a tempo pieno, che limitano di fatto la sua possibilità di impegnarsi nel ruolo di consigliere su una terza società. Alcuni amministratori potrebbero anche non possedere le competenze o le esperienze necessarie per svolgere il loro ruolo efficacemente. Il terzo e ultimo difetto riguarda quegli attriti di natura relazionale, tra il CdA e il management, che limitano la possibilità di un amministratore, anche se indipendente, di assumere posizioni contrarie rispetto al management.

L'attuale struttura di governo societario che delega il potere dagli azionisti al CdA, e dal CdA ai manager, è il sistema migliore per gestire il differenziale creato dal problema di agenzia. Comunque, come già evidenziato, le inefficienze persistono, lasciando spazio per la creazione di valore e con questa l'opportunità di catturarne una parte.

A prescindere dalla grandezza e dalla fattispecie, a fronte del problema di agenzia i meccanismi di controllo sono sia interni che esterni⁴⁵. Quando i controlli interni falliscono una società può contare su quelli esterni, disponibili solo per le società quotate. Le due tipologie di controllo esterno sono il prezzo di mercato e il mercato del controllo societario.

Il prezzo di mercato risponde alle decisioni assunte dalle società e la qualità di queste decisioni sarà riflessa dal prezzo delle sue azioni. Il punto critico diventa quindi la velocità del mercato nell'incorporare i problemi.

⁴⁴ Fama e Jensen, 1983 “*Separation of Ownership and Control*”

⁴⁵ Maizatul A. Musa, “*The Influence of Institutional Shareholder Activism as a Corporate Governance Monitoring Mechanism in Malaysia*”

Tralasciando la dispendiosità di una acquisizione, ci si deve domandare se questo meccanismo di controllo è sostenibile nel lungo periodo.

Sia nei sistemi *insider* che *outsider*, una promettente fonte di controllo esterno e di bilanciamento dei problemi di agenzia, è stata identificata nello *shareholder activism*⁴⁶.

Come vedremo nei capitoli successivi, questa categoria di investitori adotta comportamenti diversi da quelli tradizionali. Infatti gli azionisti, di solito, quando non sono soddisfatti del management della società, scelgono l'uscita dall'investimento, considerando la trasferibilità delle azioni come l'unico reale diritto che possiedono e l'unico strumento per mandare un messaggio di disapprovazione. Quando un blocco di azionisti abbastanza grande sceglie di vendere, il prezzo dell'azione scende fino a esporre la società ad un potenziale *takeover*. I manager saranno allora incentivati ad agire nell'interesse del *principal* al fine di evitare il rischio di essere rimpiazzati come conseguenza di un *takeover*⁴⁷. Contrariamente a questo approccio, è presente la convinzione che il valore di lungo periodo della società beneficerebbe della presenza di investitori di lungo periodo che, motivati da interessi in linea con quelli dell'azienda, agiscono come supervisori.⁴⁸

1.3.2 Fattori di accelerazione dell'attivismo: crescita delle proprietà degli investitori istituzionali e dei loro doveri "fiduciari", riforme di corporate governance e rilevanza di stampa e mezzi di comunicazione.

Il moderno *activist investing* si è sviluppato attraverso meccanismi che ne hanno incentivato l'evoluzione, di seguito presi in esame.

Il compito principale dei gestori degli hedge fund è quello di generare ritorni superiori al mercato ponderati per il rischio (*alpha*). Gli attivisti sono investitori alla ricerca di valore, e dal momento che è praticamente impossibile prevedere il futuro più accuratamente di quanto faccia il mercato nel suo complesso, praticano l'attivismo al fine di generare un vantaggio.

La maggior parte di chi opera sui mercati finanziari valuta una società basandosi sulla sua strategia, sulle intenzioni del management in carica e sulla capacità che il mercato gli attribuisce nell'implementazione efficace della strategia. Così facendo, si perviene ad una curva di domanda relativa alla medesima valutazione. Nello stesso momento, gli attivisti sono in grado di prendere una posizione sulla stessa società con una diversa curva di domanda. Sono infatti intenzionati a promuovere una serie di misure e piani diversi, supponendo di spostare la curva di domanda, o con un "rimbalzo" del prezzo azionario nel breve termine, nel caso in cui il mercato ritenga la

⁴⁶ Bernard S. Black, 1992 "Institutional Investors and Corporate Governance: The case for Institutional Voice" *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 5, Issue 3. Pp. 19-32

⁴⁷ Il rischio e gli effetti del takeover, o scalata societaria sono stati descritti da Manne, 1964; Shleifer e Vishny, 1986. *The Journal of Political Economy*, Volume 94, Issue 3, Part 1 (Jun., 1986), 461-488 "Large Shareholder and Corporate Control".

⁴⁸ Porter, 1992 "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry" *Journal of Applied Corporate Finance*; Monk e Minow, 7 marzo 2008 "Corporate Governance".

loro proposta migliore della condizione attuale, o nel lungo termine, dai tre ai cinque anni, quando la nuova strategia sarà implementata.

Mentre i benefici di questo approccio attivista sono stati dimostrati nel corso degli ultimi dieci anni, gli *activist funds* hanno attratto ancora più capitali, incrementando sia il loro “arsenale” che il vantaggio, e l’incentivo ad esercitarlo.

Gli attivisti che sono stati intervistati per questo studio⁴⁹ hanno affermato che gli interessi del management sono raramente allineati soltanto con quelli degli azionisti, ed è l’attivismo a capitalizzare l’opportunità di riallineare questi interessi.

I problemi di agenzia, e l’attività dei gestori di fondi di ricercare opportunità, non sono fenomeni nuovi. Per spiegare perché l’attivismo è progredito negli ultimi anni è essenziale capire tre fattori fondamentali che ne hanno facilitato la progressiva affermazione: il ruolo degli investitori istituzionali che sono diventati sempre più intermediari e detentori di capitale, la riduzione nella *corporate governance* di quelle pratiche che tradizionalmente servivano da barriera per l’attivismo, e la rilevanza sullo scenario economico e politico della stampa e dei media.⁵⁰

1.3.3 Crescita delle proprietà degli investitori e dei loro doveri “fiduciari”

Con l’incremento esponenziale dei fondi comuni di investimento dai primi anni ’80, un aumento costante della percentuale di azioni sono detenute non da singoli investitori, ma da investitori istituzionali. Infatti, oggi Blackrock è l’azionista di maggioranza in un gran numero di società quotate, abbastanza grande da poter esser definito “*beneficial owner*”⁵¹. Questo fenomeno ha determinato diversi effetti, contribuendo alla crescita dell’attivismo.

Molti fondi indicizzati comprano ogni azione dello S&P 500 o del FTSE⁵², diminuendo così la capacità degli investitori di vendere le singole azioni in caso di disaccordo con la strategia della società. Un comportamento

⁴⁹ Cesare Zucchini, Londra ottobre 2016; *Intervista a tre vice president di un hedge fund attivista con sede in Inghilterra (i nomi, per riservatezza, non vengono divulgati).*

⁵⁰ Javier Castellanos, Gabriel Craft, Erick Goihman, Brandon Meloche, Erica Silvertson, Tim Zepp: “*New Age Of Shareholder Activism*”

⁵¹ Termine usato per indicare una persona, o un gruppo di investitori, che riescono ad estrarre una parte dei benefici privati del controllo, data la loro capacità diretta o indiretta, di voto e di influenza su una specifica transazione.

⁵² Cesare Zucchini, Milano, Aprile 2016. Ulteriori indagini effettuate, grazie al supporto di Eurizon Capital, sui fondi indicizzati e i loro strumenti ETF è stato dimostrato che la quasi totalità degli ETF sul FTSE MIB Italiano sono ETF sintetici “*unfunded*” e “*swap-based*”, che replicano l’andamento del benchmark attraverso una strategia di investito, che prevede l’utilizzo del denaro derivante dalle sottoscrizioni per l’acquisto di un paniere di titoli, noto come “*substitute basket*” e l’ingresso in un contratto swap con una controparte selezionata che riconosce all’ETF le performance total return dell’indice benchmark (al netto del costo dello swap) in contropartita del rendimento del paniere sostitutivo. Sulla base di questo comportamento possiamo assumere che in Italia, il problema di agenzia derivante dai benefici della diversificazione, e il conseguente incentivo per gli attivisti, è meno amplificato rispetto ad Inghilterra e America.

che amplifica i problemi di agenzia, e di conseguenza, grazie ai benefici della diversificazione, rende più facile per gli attivisti individuare nuove opportunità.

Gli investitori istituzionali sono frequentemente azionisti in migliaia di società, impossibilitati quindi a eseguire un'adeguata indagine sul voto di ogni investimento. Comunque, nel caso Americano l'autorità di regolamentazione ha deciso che il dovere di interesse richiesto ad un *advisor*, inteso anche come fondo di investimento, comprende che quest'ultimo monitori e voti secondo le deleghe dei propri clienti. Questo obbligo è stato rafforzato negli ultimi dieci anni, spingendo molti fondi di investimento ad esternalizzare le proprie decisioni riguardanti il voto, o una parte delle analisi richieste, ai cosiddetti "*proxy Advisors*". È proprio la crescita dei *proxy advisor* ad aver facilitato il compito di raccogliere il supporto degli investitori, perché un'attivista ha quindi la necessità di convincere solo l'*advisor* per "raccogliere" un largo numero di investitori istituzionali.

Il fenomeno della partecipazione alle assemblee da parte delle società di gestione del risparmio, nelle quali il patrimonio del fondo è investito, mostra una precisa tensione sistematica, ovvero che un atto fondamentalmente libero e discrezionale come l'esercizio del diritto di voto è divenuto il contenuto di un obbligo di comportamento rivolto al conseguimento di un interesse altrui.⁵³ Un'analogia tensione è riscontrabile anche nella struttura della recente proposta di modifica della direttiva sui diritti degli azionisti, nella quale, sulla traccia del Piano di azione sul diritto europeo delle società del 2012⁵⁴, si fissa l'obiettivo di "aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate", nella supposizione che un simile impegno costituisca "un elemento rilevante del modello di governo delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e portatori di interessi"⁵⁵.

⁵³ Cfr. M. Stella Richter jr. *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni di investimento, in L'attuazione della MiFID in Italia a cura di R.D'Apice, Bologna, 2010, 444* ("l'esercizio dei diritti sociali non è più il libro contenuto di una prerogativa, ma diviene l'oggetto di un potere in senso tecnico, di una funzione"). Si veda anche F. Bordiga, *Partecipazione degli investitori istituzionale alla s.p.a. e doveri fiduciari, in Riv. Soc., 2013, 202 ss. La posizione funzionale del gestore permea, altresì, l'intero tessuto dei Principi Italiani di Stewardship elaborati dalla Assogestioni nel 2015 per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate (il testo dei principi è consultabile all'indirizzo www.assogestioni.it, nella sezione dedicata alla "Autoregolamentazione")*.

⁵⁴ Cfr. COM (2012), 740 final. Sul punto v. le osservazioni di P. Marchetti, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance, in Riv. Soc., 2013, 225 ss.*

⁵⁵ Cfr. par. 1 della Relazione alla Proposta COM (2014), 2013 final del 9 aprile 2014 e considerando il n. 8, nel testo che tiene conto sia degli emendamenti proposti dal Consiglio Europeo (c.d. "Coreper" del 25 marzo 2015), sia della posizione espressa dal Parlamento Europeo alla data dell'8 luglio 2015: cfr. il documento del Consiglio Europeo del 28 luglio 2015 (reperibile all'indirizzo <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11243-2015-INIT/en/pdf>). Per un'analisi dell'approccio europeo v. G. Balp, *Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach, p. 8 ss. Del paper presentato al VII Convegno annuale dell'associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto commerciale "Orizzonti del diritto Commerciale", Roma, 26-27 febbraio 2016; A. Morini, Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie, in Banca, borsa, tit. cred., 2015, I, 759 ss., spec. 774 ss.; nonché l'editoriale di F. Denozza, Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?, in questa Rivista, n. 1/2015, 9 ss.; ampia documentazione sull'iter legislativo in corso si rinviene nel medesimo numero dell'Rivista, nella sezione "Materiali"*.

Alla figura tecnica dell'obbligo di voto del gestore viene assegnata, quindi, una duplice funzione: da un lato contribuire al monitoraggio sull'andamento della società emittente e di minimizzare i costi di agenzia scaturiti dal rischio di un disallineamento tra interessi degli amministratori e interessi dei soci; dall'altro, quella di contribuire ad orientare la strategia di investimento del gestore alle aspettative di rendimento dei partecipanti ai fondi e di minimizzare i costi di agenzia nascenti dal rischio che la Sge si serva delle prerogative di azionista per perseguire interessi propri o di società del gruppo di appartenenza⁵⁶, ad esempio dove si tratta di consolidare eventuali relazioni d'affari con le società emittente.

Sono altrettanto conosciute le criticità che sorgono nel momento in cui si effettua il tentativo di concretizzare questo obbligo.

Queste criticità si manifestano in primo luogo negli elevati oneri economici connessi all'acquisizione e alla elaborazione delle informazioni necessarie ad un consapevole esercizio dei diritti conferiti dalla proprietà della azioni, con i conseguenti problemi di azione collettiva e di *free riding* che insorgono ogni volta che i benefici derivanti dalla fruizione di una risorsa non sono ripartiti in modo proporzionale ai costi sostenuti per la sua produzione⁵⁷: problemi che abbiamo già considerato consistenti nel caso dei gestori di fondi comuni, che, grazie ai benefici della diversificazione, si trovano a gestire partecipazioni di ridotta entità, e a dover adempiere all'obbligo di voto mediante un'impersonale adesione alle proposte deliberative sottoposta dagli amministratori ai soci riuniti in sede assembleare⁵⁸.

Va inoltre considerato che un obbligo in capo al gestore non permette di cogliere la relazione che intercorre tra lo strumento "voice" e quello "exit" nel momento in cui insorgono, nell'organizzazione, disfunzioni capaci di ledere il valore dell'investimento. Una relazione che andrebbe intesa non in termini di alternative, ma di complementarità, perché in un sistema normativo volto ad assicurare una corretta ed efficiente rappresentazione del valore dei titoli quotati, le iniziative che hanno lo scopo di migliorare la qualità del governo delle società, possono tradursi in un incremento del prezzo delle azioni e quindi in una più favorevole condizione di uscita⁵⁹. E

⁵⁶ Cfr. M.Stella Richter jr, *Intervento e voto*, cit., 441; e G.Guizzi, *La SGR di gruppo tra integrazione e autonomia*, in corso di pubblicazione in "profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio" a curia di R.D'Apice, Bologna, Il mulino.

⁵⁷ V. F.Vella, G.Bosi, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, 39. Non sorprende, dunque, che i vantaggi derivanti dall'esercizio informato del voto in assemblea da parte di alcuni investitori istituzionali siano stati paragonati a un bene "pubblico" la cui fruizione è aperta anche agli altri investitori i quali, con scelta opportunistica, non hanno contribuito alla sua produzione: v. M.Ruffner, *Die ökonomischen Grundlagen eins Recht der Publikumsgesellschaft*, Zurich, 2000, 174 ss.

⁵⁸ Cfr. S.J.Choi, J.E.Fisch, M.Kahan, *Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections* "001, p. 3 ss. Del paper disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1912772>. La probabilità di accoglimento delle proposte avanzate dal management dell'emittente sarà tanto più elevata quanto maggiore è la loro capacità di "estorcere" il consenso degli investitori istituzionali: v. M.Ruffner, *Die Ökonomischen Grundlagen*, vengono indissolubilmente combinate con proposte apparentemente vantaggioso (ad esempio una distribuzione di dividendi), in modo da indurre l'assemblea all'approvazione unitaria del pacchetto deliberativo.

⁵⁹ E v. R.Lener, *La Sgr come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno Assogestioni, roma, 2000, 281 (precisando che "l'investitore istituzionale deve sempre avere aperta la scelta fra exit e voice e poter prendere

in aggiunta è la scelta di disinvestimento, laddove provocata da fondi titolari di pacchetti rilevanti di azioni (c.d. “*blockholders*”) i cui gestori abbiano tentato inutilmente di confrontarsi con il management, a fornire una precisa incidenza segnaletica nei confronti degli altri investitori sul futuro andamento del prezzo di quelle azioni: con il tradursi cioè, in una parola, in uno strumento di *voice* sul governo societario dell’emittente⁶⁰.

Nel contesto appena descritto emergono i cosiddetti “consulenti in materia di voto” (*proxy advisors*), che possono essere descritti come istituzioni create spontaneamente dal mercato per risolvere i problemi di azioni collettive e di asimmetrie informative che gravano sulle scelte degli investitori⁶¹. Il servizio offerto da questi consulenti consiste nell’esaminare le proposte di voto indicate all’ordine del giorno e darne una valutazione circa l’adeguatezza, in riferimento alle migliori pratiche di governo societario. In questo modo, per gli investitori istituzionali è possibile risparmiare su quei costi di raccolta e di analisi delle informazioni necessarie all’esercizio del voto, e inoltre è possibile creare un efficace meccanismo di coordinamento con altri investitori, al fine di osteggiare l’assunzione di deliberazioni potenzialmente pregiudizievoli per il valore delle partecipazioni. Tutto ciò è un vantaggio notevole, tenuto conto dell’aumento sostanziale delle masse gestite che renderebbe difficile per una Sgr sia partecipare sistematicamente alle assemblee sia scegliere di disinvestire, se non a prezzi penalizzanti per il fondo.⁶²

Va infine considerato come il ruolo dei *Proxy advisor* sia in realtà duplice. Non solo rendono possibile un risparmio sui costi transattivi, richiesti dall’analisi e valutazione dei contenuti delle delibere formulate dagli amministratori, canalizzando un flusso informativo verso una pluralità di investitori istituzionali, ma diventano

l’una o l’altra decisione avendo come unico obiettivo l’interesse alla massima valorizzazione dell’investimento, effettuato per conto della clientela”).

⁶⁰ Cfr. J.A.McCahery-Z.Sautner-L.T.Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in *Journal of Finance*, June 2015, p. 12 ss. Del paper disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1571046>. E vedere anche il Principio n.3 dello Stewardship Code di Assogestioni, ove si considera espressamente l’eventualità che il disinvestimento costituisca “una misura adeguata per tutelare gli interessi degli investitori”

⁶¹ Cfr. D.F.Larcker, A.L.McCall, G.Ormazabal, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in 58 *J. L. Econ.* (2015), 173 ss.; e v. nel senso di caratterizzare i *proxy advisors* come “specialized informational intermediary”, già B.Black, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, 1997, p. 7 del paper disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=45100>. Per quanto riguarda la dottrina Italiana si veda P.Montalenti, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. Soc.*, 2015, 957 s.; A.Morini, *Proxy Advisors*, cit., 764 ss.; G.Balp, *Regulating proxy advisors through transparency*, cit.; N.Ciocca, *I consulenti di voto negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in corso di pubblicazione in questa Rivista. Nella prima versione della Commissione, il “consulente in materia di voti” viene definito come “una persona giuridica che fornisce, a titolo professionale, raccomandazioni agli azionisti riguardanti l’esercizio dei loro diritti di voto” (art. 2, lett. I). Invece è più articolata la posizione del Consiglio, secondo cui “‘proxy advisor’ means a legal person that provides analyses, on a professional and commercial basis, the corporate disclosures of listed companies with a view to informing investors’ voting decisions by providing research, advice or voting recommendations to shareholders on that relate specifically to the exercise of their voting rights”.

⁶² Per una descrizione delle ragioni alla base della comparsa sul mercato dei *proxy advisors*, L.Klohn, P.Schwartz, *The Regulation of Proxy Advisors*, 2012, p. 5 ss. Del paper disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2079799>; S.Edelman, *Proxy Advisory Firms: A Guide for Regulatory Reform*, in 62 *Emory L. J.* (2012-2013), 1369 ss., 1374 ss. E 1393 ss.; G.W.Dent Jr., *A Defense of Proxy Advisors in Mich. St. L. Rev.* (2014), 1287 ss.

anche un meccanismo di aggregazione delle preferenze di questi investitori, su temi di *corporate governance* e politiche di remunerazione, canalizzando così anche un flusso informativo verso gli emittenti e indirizzando le scelte di questi ultimi sui temi di interesse.⁶³

1.3.4 Riforme di corporate governance

La crescita dei *corporate raiders* e delle scalate ostili negli anni '70 e '80 hanno fatto sì che venissero create una serie di difese legali e di *corporate governance*, a difesa di indesiderati tentativi di acquisizione del controllo di una società. Tali riforme includono le *Poison Pills*⁶⁴, gli *staggered board*⁶⁵ e, tra le altre, le limitazioni delle capacità degli azionisti di convocare le assemblee straordinarie. Queste tattiche difensive nei confronti di un *takeover* sono comunemente chiamate "*shareholder rights plan*"⁶⁶.

Negli anni più recenti, queste tattiche difensive sono diventate sempre più malviste dal momento che sono state percepite come degli attriti sull'efficienza del mercato per il controllo societario. Le scalate societarie hanno il potenziale di offrire un grande valore agli azionisti, e implementando quelle difese contro la scalata, le società non fanno che ridurre il suddetto valore che potrebbe essere catturato dagli azionisti. Il mondo accademico è solitamente d'accordo sul fatto che l'adozione dei *shareholder right plan* risultano in un decremento del valore della società.⁶⁷

⁶³ Cfr. D.F.Larcker, A.L.McCall, Gormazabal, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisors*, cit. 173 ss. Anche per la definizione dei consulenti in materia di voto come "informative conduit between institutional investors and firms". Si veda anche S.J.Choi, J.E.Fisch, M.Kahan, "The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?", in 59 *Emory L.J.* (2009-2010), 884 e 906.

⁶⁴ Le *poison pills*, tradotto "pillole avvelenate", sono strumenti utilizzati dalle società per resistere a tentativi di scalata (da noi dette anche *Opa ostili*). Si innesano per impedire a soggetti indesiderati di rilevare la quota di maggioranza, ne sono da esempio le azioni privilegiate che permettono agli azionisti di attivare barriere al momento del tentativo di scalata, le opzioni riservate agli azionisti esistenti che permettono di acquistare un certo quantitativo di azioni ad un prezzo di favore, e l'azione d'oro (*golden share*) che garantisce allo stato poteri speciali e di veto nelle società privatizzate.

⁶⁵ Gli *staggered board* (o *classified board*) sono consigli di amministrazione nei quali tutti gli amministratori ricevono mandati di durata differente, con il risultato che non tutto il CdA viene rinnovato nello stesso momento. Gli *staggered board* sono un ostacolo a *takeover* ostili, perché l'acquirente, anche se l'acquisizione va a buon fine, potrebbe trovarsi con una maggioranza di amministratori nominata dalla vecchia gestione.

⁶⁶ Gerald F. Davis, "Agents without Principles? The spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network" *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36, No. 4. (Dec., 1991), pp. 583-613 consultabile al seguente URL: <http://links.jstor.org/sici?=.001-8392%28199112%2936%3A4%3C583%3AAWPTSO%3E2.0.CO%3B2-Z>

⁶⁷ Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen: "The cost of entrenched boards" *Journal of Financial Economics* 78 (2005) 409-433, disponibile su www.sciencedirect.com. In questo paper gli autori dimostrano non solo una correlazione tra il decremento di valore e lo *staggered board*, ma evidenziano che tale correlazione è più forte dove lo *staggered board* è previsto dallo statuto (modificabile dagli azionisti) piuttosto che dove è previsto dalla legge (non modificabile dagli azionisti)

In più, ISS e Glass, Lewis & Company, le due principali *proxy advisor* definiscono sia le *poison pills* che lo *staggered board* come problematici sistemi di difesa da un tentativo di scalata, e generalmente raccomandano di votare contro queste proposte fino ad eliminarle.⁶⁸

Queste osservazioni sono risultate in una tendenza rivolta alla rimozione degli *staggered board* e una graduale eliminazione delle *poison pills*. Uno studio di FactSet SharkRepellent ha mostrato che il numero di società appartenenti allo S&P 500 aventi *staggered board* è sceso da 302 nel 2002 a 126 nel 2012.

Questo inequivocabile cambiamento nelle politiche di governo protezionistiche è finalizzato alla massimizzazione di responsabilità dei manager e degli amministratori, e alla riduzione del problema di agenzia.

Il risultato è quello di facilitare l'intervento degli attivisti, eliminando gli ostacoli al coinvolgimento di una più larga scelta di società.

1.3.5 Il ruolo di stampa e mass media

Che ruolo possono rivestire i mezzi di comunicazione nelle politiche di governo? È rispondendo a questa domanda che possiamo definire perché e in che modo i mass media possono influire sulla *corporate governance*.

Il ruolo dei *media* è quello di raccogliere, selezionare, autenticare e ripresentare l'informazione. Così facendo riducono drasticamente i costi che gli agenti economici devono affrontare per essere informati. Quando il *Wall Street Journal* riporta i risultati annuali di un fondo di investimento, per esempio, un investitore non avrà bisogno di spendere tempo a raccogliere tutte le informazioni da solo, ma potrà vederle in un istante, a basso prezzo (a cui si somma il costo opportunità del tempo speso a leggerlo). Questa sensibile riduzione - se non eliminazione - del costo di reperimento delle informazioni, è molto importante dal momento che gli agenti individuali affrontano il paradosso dell'ignoranza⁶⁹: il costo di diventare informati eccede i benefici che possono personalmente estrarre da quella informazione. I *media* hanno quindi il potere superare i risultati della "ignoranza razionale"⁷⁰.

Così facendo, i mezzi di comunicazione incrementano il numero di persone che imparano a conoscere il comportamento degli altri individui, così da accrescere l'effetto della reputazione.⁷¹

Nell'anno della Brexit, delle Presidenziali e del Referendum Costituzionale, molto è stato detto circa l'influenza che i mass media esercitano sul panorama politico. L'impatto, conosciuto come *CNN Effect*, è stato diviso in due componenti rilevanti per lo scenario economico: i *media* come "accelerator" e i *media* come

⁶⁸ ISS Voting Guidelines, 2015; Glass Lewis Voting Guidelines, 2015).

⁶⁹ Downs, Antony. 1957. "An Economic Theory of Democracy". New York: Harper and Row

⁷⁰ A. Dyck, N. Volchkova, L. Zingales: "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia" February 2007

⁷¹ Usando le parole di Luouis D. Brandeis: "Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policemen". 1993, *Other People's Money*, National Home Library Foundation:62.

“*Agenda-setting*”⁷². Nel primo caso, ci si riferisce all’istantanea e continua copertura sui temi di grande interesse, con la conseguenza di un aumento nella pressione sugli stakeholder coinvolti, a prendere dei provvedimenti per far cadere la notizia. Nel secondo caso, la portata e il costante accesso permette ai *media* di concentrare l’attenzione del pubblico su problemi che generano il più grande livello di fermento. Questi temi tendono a coinvolgere dei convincenti elementi emotivi, di crisi o di conflitto e ciò trasforma ogni nuova storia, che sia in ambito economico o meno, in una sfida che vede un protagonista contro un antagonista.

Negli ultimi dieci anni, gli effetti appena citati hanno esacerbato l’insorgenza delle piattaforme di social media, legittimate a fornire nuove notizie. I pettegolezzi e le insinuazioni possono però avere gli stessi effetti su una società, di quelli che porterebbe l’articolo di un rinomato giornale. Come risultato si ha che il tasso di propagazione dei media e dell’influenza pubblica è estremamente cresciuto.

Questi cambiamenti che hanno interessato i mezzi di comunicazione, hanno creato una potente tattica per gli attivisti, per diffondere il loro messaggio. Inoltre, la disparità in termini di comunicazione tra investitori e rappresentanti delle società lascia spazio ad un significativo vantaggio per gli attivisti, vale a dire che gli azionisti hanno molta più flessibilità nel rappresentare la loro posizione dal momento che non hanno gli stessi standard di condotta che hanno i dirigenti a cui si rivolgono.

Gli attivisti hanno riconosciuto nei media un potente amplificatore dei loro messaggi e hanno investito di conseguenza per sviluppare delle relazioni strategiche; sono intenzionati a coltivare relazioni con i giornalisti dei principali notiziari e giornali, anticipando potenziali dividendi nel caso di una battaglia per la percezione pubblica. I media sono di conseguenza un fattore critico di accelerazione dell’attivismo, permettendo agli azionisti di minoranza di esercitare un livello di influenza sproporzionatamente più grande rispetto alla loro partecipazione nella società da loro detenuta.

⁷² S. Livingston, 1997: “*Clarifying the CNN Effect: An Examination of Media Effects According to Type of Military Intervention*”

1.4 Crescita e diffusione dell'attivismo

1.4.1 Ragioni di crescita dell'attivismo

Non c'è sviluppo recente che abbia influenzato in profondità il processo decisionale aziendale, sia strategico che operativo, come la crescita dello *shareholder activism* dopo la crisi finanziaria globale.

Oggi più di dieci “*activist fund*” gestiscono oltre 10 miliardi ognuno, circa l'ammontare dell'intera *asset class* di dieci anni fa⁷³. Questo significativo afflusso di capitale in questa *asset class* deriva da una forte pressione per far rendere rapidamente il capitale e investirlo in società ancor più grandi.

Oltre al dinamismo di questo comparto, stanno entrando ad un ritmo crescente nuovi fondi nello scenario dello *shareholder activism* e i tradizionali investitori istituzionali stanno aumentando il supporto diretto o indiretto alle campagne di attivisti.

La crescita dei capitali raccolti significa anche che a disposizione degli attivisti c'è un maggior numero di risorse e, a fronte di un limitato numero di opportunità negli Stati Uniti, si assiste ad un incremento delle attività in Europa. In aggiunta, i mercati dei capitali, a seguito della crisi, contribuiscono alle campagne di attivismo, rendendo più facile per un fondo identificare i candidati che si ritiene possano avere un valore nascosto.

Il motivo più convincente per spiegare la crescita dello *shareholder activism*, è che gli attivisti stanno realizzando ritorni significativi per i loro fondi e sono in grado di sovrastare il mercato⁷⁴. Un'analisi dei migliori cinque fondi attivisti mostra che in media realizzano rendimenti di molto superiori agli altri fondi e agli indici di borsa⁷⁵, incluso il Russel 3000, il Dow Jones Index e lo S&P 500. Grazie alle loro eccezionali performance e all'afflusso di nuovi capitali agli *activist fund*, gli attivisti stanno guadagnando credibilità per la loro capacità di portare un cambiamento positivo nelle società che prendono come obiettivo.

C'è stato inoltre un cambiamento sulla percezione da parte degli azionisti: gli attivisti non sono più visti come i “cattivi” *corporate raiders*, ma come investitori legittimamente alla ricerca di un incremento del valore azionario. Questa approvazione si riscontra anche a livello normativo negli Stati Uniti, dove recentemente la SEC ha fornito più opportunità agli azionisti di votare, facilitando il compito degli attivisti nel momento in cui cercano effettivamente di cambiare.

Gli attivisti di oggi sono più sofisticati e più capaci di esercitare la loro influenza, hanno infatti dimostrato non solo di poter proporre amministratori altamente qualificati, ma di avere il peso necessario per farli eleggere. Gli attivisti sono inoltre abili comunicatori, capaci di trasmettere chiaramente e in maniera dettagliata in che modo le società possano ottimizzare le loro performance e incrementare il valore aziendale.

Infine, c'è una grande quantità di debito a basso costo disponibile attualmente sul mercato, che rende possibile ai fondi gestiti dagli attivisti prendere a prestito capitali per incrementare i loro investimenti nelle

⁷³ J.P. Morgan Corporate Finance Advisory and Merger & Acquisitions, January 2015

⁷⁴ “The Activist Investing Annual Review 2015” Activist Insight and PwC analysis

⁷⁵ *Supra note 68*

compagnie obiettivo, dando loro maggior influenza ad un costo relativamente più basso. Mentre ci sono certamente approcci più complessi e sofisticati, l'uso aggressivo del debito per generare maggiori rendimenti per gli azionisti è la strategia che gli attivisti stanno utilizzando negli ultimi anni.

Uno dei driver globali più importanti e che sarà oggetto di ulteriore discussione nei prossimi capitoli è la quantità di cassa. Le società, specialmente quelle Americane, hanno raggiunto ad oggi livelli record di cassa, e mentre questo fenomeno indica un robusto stato di salute patrimoniale, pone anche domande circa i migliori impieghi di questa liquidità. Queste situazioni stimolano domande e discussioni sull'impiego delle risorse societarie, prendendo in considerazione le diverse aspettative degli azionisti, dell'azienda e della situazione economica nel suo complesso. In ultimo, le società hanno bisogno di un'efficace strategia di allocazione del capitale, strutturata coerentemente con la strategia generale e comunicata in modo trasparente. Un elemento chiave di questa strategia di allocazione del capitale è se, e come, questa liquidità è redistribuita agli azionisti.

Tra le attività della strategia di un'attivista, è prevista la redistribuzione di cassa agli azionisti tramite riacquisti di azioni proprie o emissioni di dividendi. Le società obiettivo degli attivisti hanno incrementato le spese sui riacquisti di azioni proprie e sui dividendi, con una media del 37% dei flussi di cassa operativi, nel primo anno in cui sono stati coinvolti, rispetto al 22% dell'anno precedente.⁷⁶ In mezzo a questa pressione per aumentare la performance di breve periodo, è importante per gli amministratori e gli azionisti riflettere circa i potenziali impatti che un riacquisto di azioni proprie o l'emissione di dividendi potrebbe avere sulla capacità della società di generare valore nel lungo periodo.

Le principali condizioni economiche e di mercato che, assieme ad un incremento delle operazioni di M&A, hanno incentivato e facilitato la recente crescita dell'attivismo sono:

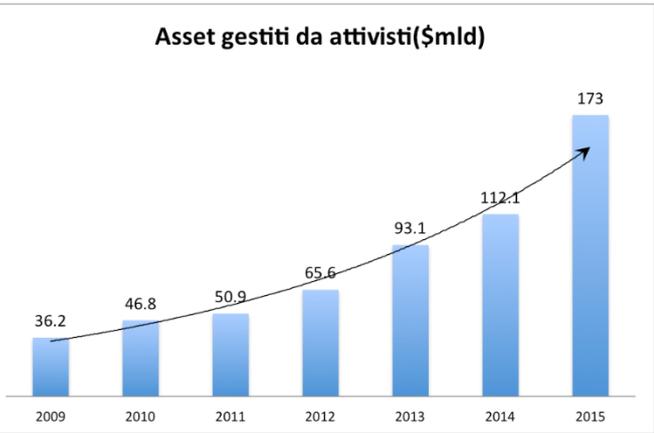
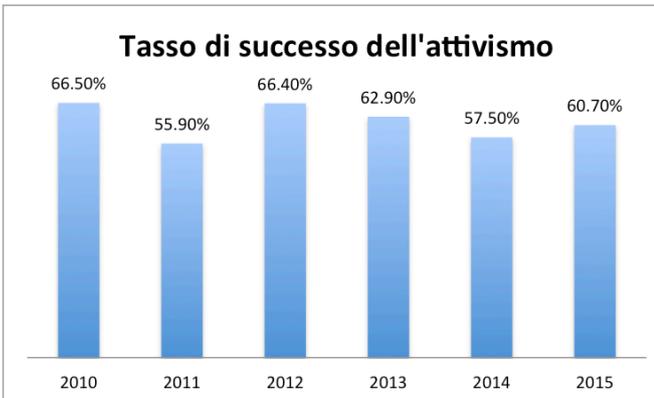
- I livelli record di liquidità nei bilanci associati ad un basso costo del debito
- Le società e i consigli di amministrazione che, non più in situazioni finanziarie dissestate, sono alla ricerca di crescita e creazione di valore
- La mancanza di *top-line growth*⁷⁷, che ha fatto concentrare gli investitori nello stimolo per creare valore tramite politiche di distribuzione, miglioramenti operativi e strategie aziendali
- Il recupero, dal 2009, dei mercati azionari e la contestuale crescita di operazioni di finanza straordinaria strategiche e di private equity, che hanno incoraggiato gli attivisti a fare pressioni sulle società per fondersi, acquistare, essere acquistate, disinvestire o scorporare attività
- Investitori e media meno tolleranti per quanto riguarda la condotta della *governance*, con un'enfasi sul controllo delle remunerazioni dei dirigenti.

⁷⁶ Vipal Monga, David Benoit and Theo Francis, "As Activism Rises, U.S. Firms Spend More on Buybacks Than Factories", *The Wall Street Journal*, May 26, 2015, <http://www.wsj.com/articles/companies-send-more-cash-back-to-shareholders-1432693805>.

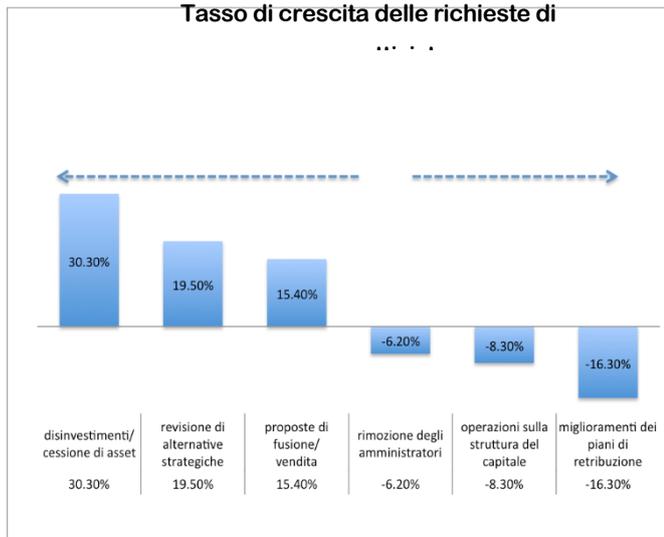
⁷⁷ *Crescita del fatturato*

1.4.2 Excursus quantitativo sui patrimoni gestiti, proposte avanzate e tasso di successo degli attivisti

Per analizzare lo *shareholder activism* e valutarne lo sviluppo è necessario osservare la dimensione del fenomeno e l'andamento, in particolare nel corso degli ultimi anni. La letteratura ci offre dati che consentono l'analisi di diversi aspetti: patrimoni investiti, tasso di successo, reazioni del mercato, tattiche utilizzate.

| <p style="text-align: center;">Asset gestiti da attivisti(\$mld)</p>  <table border="1"><thead><tr><th>Anno</th><th>Asset gestiti (\$mld)</th></tr></thead><tbody><tr><td>2009</td><td>36.2</td></tr><tr><td>2010</td><td>46.8</td></tr><tr><td>2011</td><td>50.9</td></tr><tr><td>2012</td><td>65.6</td></tr><tr><td>2013</td><td>93.1</td></tr><tr><td>2014</td><td>112.1</td></tr><tr><td>2015</td><td>173</td></tr></tbody></table> <p>Fonte: HFR Industry Reports, elaborazione personale.</p> | Anno | Asset gestiti (\$mld) | 2009 | 36.2 | 2010 | 46.8 | 2011 | 50.9 | 2012 | 65.6 | 2013 | 93.1 | 2014 | 112.1 | 2015 | 173 | <p>I fondi gestiti da attivisti a livello mondiale sono passati da 36,2 nel 2009 a 173 miliardi di dollari nel 2015. La crescita esponenziale è riferita sia all'incremento dei patrimoni già investiti sia all'ingresso di nuovi fondi nel panorama dello <i>shareholder activism</i>.</p> |
|--|-----------------------|-----------------------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|---|-----|---|
| Anno | Asset gestiti (\$mld) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 36.2 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 46.8 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 50.9 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 65.6 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 93.1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 112.1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 173 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p style="text-align: center;">Tasso di successo dell'attivismo</p>  <table border="1"><thead><tr><th>Anno</th><th>Tasso di successo (%)</th></tr></thead><tbody><tr><td>2010</td><td>66.50%</td></tr><tr><td>2011</td><td>55.90%</td></tr><tr><td>2012</td><td>66.40%</td></tr><tr><td>2013</td><td>62.90%</td></tr><tr><td>2014</td><td>57.50%</td></tr><tr><td>2015</td><td>60.70%</td></tr></tbody></table> <p>Fonte: Schulte Roth&Zabel, <i>Activist Investing report 2016</i>, elaborazione personale.</p> | Anno | Tasso di successo (%) | 2010 | 66.50% | 2011 | 55.90% | 2012 | 66.40% | 2013 | 62.90% | 2014 | 57.50% | 2015 | 60.70% | <p>Negli anni in esame gli attivisti hanno avuto risultati diversi e diversificati per aree geografiche. Nel 2015 il tasso di successo ottenuto in America è stato il più alto dal 2010, mentre in Europa è stato solo del 54%.</p> <p>In Asia gli attivisti hanno raggiunto, nel 47% dei casi, almeno uno degli obiettivi prefissati, valore superiore alla media dei precedenti sei anni.</p> | | |
| Anno | Tasso di successo (%) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 66.50% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 | 55.90% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | 66.40% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 62.90% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 57.50% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 60.70% | | | | | | | | | | | | | | | | |

Tasso di crescita delle richieste di



Fonte: SharkRepellent al 15 dicembre 2014, elaborazione personale.

Nota: le proposte riguardanti il valore sono cresciute complessivamente dell'11,9%, quelle riguardanti cambiamenti nella governance sono invece diminuite del 4,3%, per il periodo 2009-2014.

I motivi delle campagne attiviste rimangono gli stessi, mentre sono cambiate, negli anni post-crisi, le tattiche degli attivisti e le richieste avanzate.

Recentemente le campagne si sono indirizzate su richieste di breakup, disinvestimento e revisione di scelte strategiche, piuttosto che su richieste di *governance* come le retribuzioni o su misure difensive da eventuali scalate.

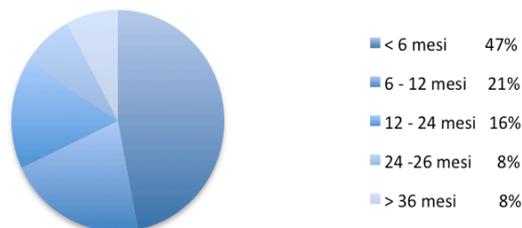
Distribuzione delle società obiettivo per capitalizzazione



Fonte: Schulte Roth&Zabel, annual review 2016, elaborazione personale.

Nel 2016 gli attivisti hanno concentrato la maggior parte delle loro richieste nella fascia di capitalizzazione \$250 mln - \$10 mld, con un leggero decremento di interesse, rispetto agli anni precedenti, nelle large-cap e con un significativo calo nelle micro- e nano-cap, Ciò va letto come conseguenza del fatto che gli investitori hanno avuto più capitali da investire.

L'holding period nelle campagne attiviste



Fonte: SharkRepellent, elaborazione personale.

Note: Sono rappresentati i periodi medi di detenzione delle partecipazioni nelle campagne di attivismo intervenute nel periodo 2001-2014. L'holding period decorre dalla data in cui l'attivista annuncia pubblicamente la campagna.

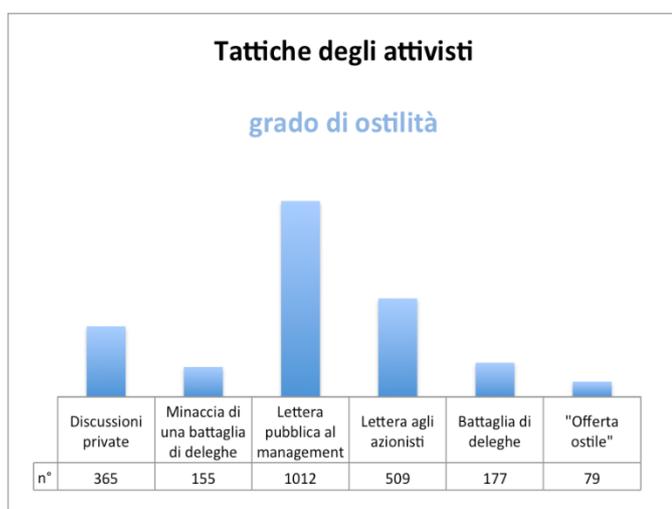
I dati confermano la percezione che gli attivisti abbiano un orizzonte temporale di breve termine. Il periodo medio di possesso titoli è di sei mesi. Nei due terzi delle campagne il possesso dei titoli è inferiore a dodici mesi.

Solo il 15% ha detenuto i titoli per più di ventiquattro mesi, e i dati suggeriscono che le scelte promosse dagli attivisti potrebbero non massimizzare il valore per gli azionisti nel lungo periodo.

Complessivamente il periodo di possesso degli attivisti è di molto inferiore a quelli degli investitori istituzionali, che solitamente hanno un turnover del 30%-40%, che si traduce in un periodo di possesso dei titoli di tre anni.

Tattiche degli attivisti

grado di ostilità



Fonte: SharkRepellent, al 15 dicembre 2015, elaborazione personale.

Le strategie degli attivisti possono variare dall'approccio più affabile a quello estremamente ostile. Può capitare che gli attivisti approccino il management in privato in vista di una quotazione o di una battaglia di deleghe. I costi finanziari per sostenere una battaglia di deleghe sono ingenti e, considerando che gli attivisti possono ottenere gli stessi risultati senza un confronto formale, non è sorprendente che solo poche campagne si concludano con una battaglia di deleghe.

2 ATTIVISMO DEGLI AZIONISTI “SHAREHOLDER ACTIVISM”

2.1 Chi sono gli attivisti?

2.1.1 Profilo di un investitore attivista nel 2016.

Gli attivisti sono investitori, esattamente come ogni altro individuo o organizzazione che detiene partecipazioni in una società. Esistono due dimensioni che possono essere usate per profilare il tipo di investitore: la prima è il livello di diversificazione degli investimenti e la seconda è l'inerzia rispetto all'investimento.

Gli investitori attivi sono identificati come figura intermedia tra i fondi comuni di investimento, che investono in un'ampia varietà di compagnie ma che possono scegliere di identificarsi in una particolare industria, e i fondi di private equity che generalmente investono in un numero ristretto di società cercando di esercitare un maggior grado di controllo sui loro investimenti.

Investire attivamente significa poter perseguire diverse strade. L'insieme delle attività può quindi partire dal selezionare una singola azione, tramite il cosiddetto *stock picking*, similmente a come si comporta il gestore di un fondo comune di investimento, alla revisione o cambio del piano strategico, in analogia a quanto fatto dai fondi di private equity.

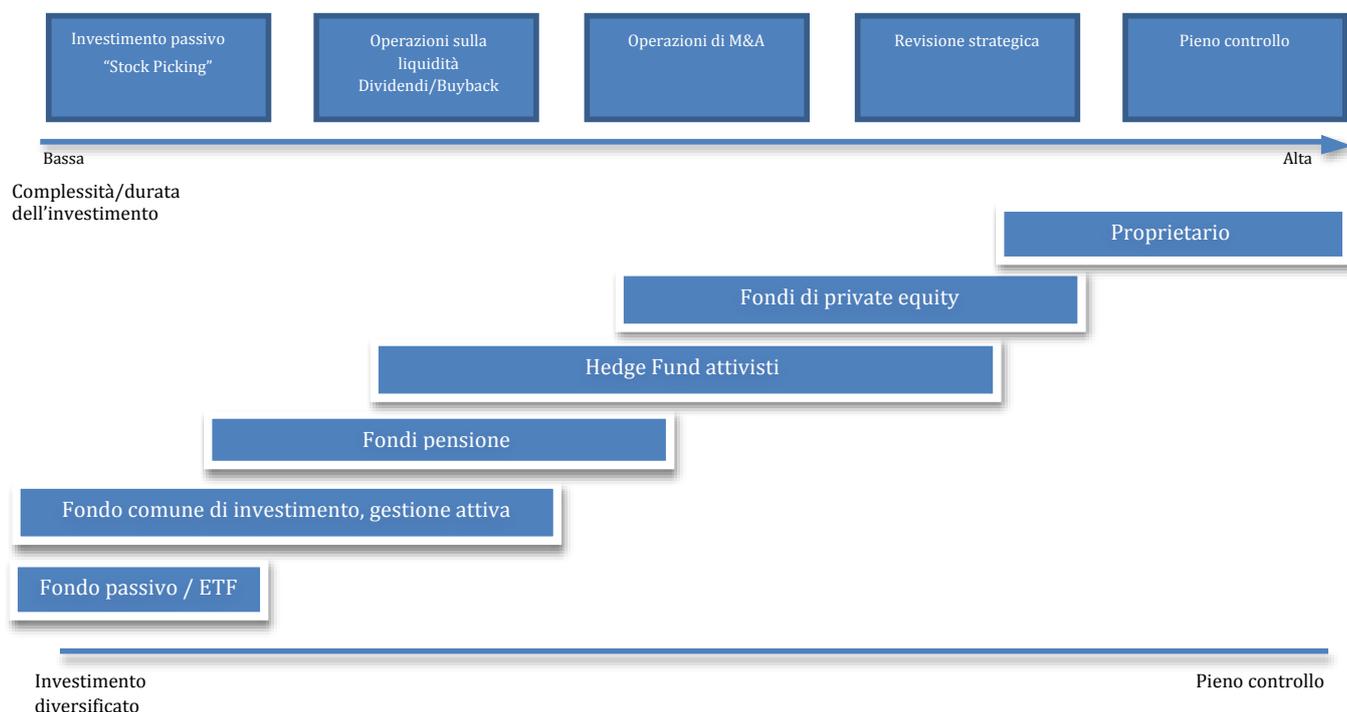


Figura 1: Rappresentazione dei diversi tipi di controllo del capitale, elaborazione personale

Per dare una risposta alla domanda “chi è un attivista?” bisogna prima capire che, come per ogni altra categoria di investitori, non esistono due attivisti uguali, e che molto spesso dipende da chi risponde a questa domanda.

La maggior parte degli attivisti opera oggi investendo attraverso uno o più hedge fund. Essenzialmente significa che l'attivista deve rispondere alla richiesta di un adeguato ritorno da parte degli investitori dell'hedge fund. Ed è grazie al successo relativo agli ultimi anni che sono riusciti a raccogliere nuovi fondi. Ogni fondo deve attrarre potenziali investitori con una proposta di valore unica e nel farlo, evidenziano come negli ultimi anni siano riusciti ad identificare opportunità di investimento di qualità.

Fino ad ora nessun autore è riuscito a dare una definizione esatta di *activist* perché, anche se i loro comportamenti e le loro tattiche possono differire sostanzialmente, gli *activist* sono *value investor* e il loro successo è subordinato all'attuazione di quel cambiamento volto a generare un ritorno positivo.

Le società obiettivo degli attivisti dovrebbero essere consapevoli dei processi e della strategia di una campagna attivista. Perché, anche se molti attivisti sono noti per aver collaborato con la società, a prescindere dal loro metodo, faranno tutto il necessario per vincere e supportare la realizzazione delle loro idee.

Il principale motivo di differenziazione tra l'*activist* e il *value investor* deriva dal fatto che, mentre un tradizionale *value investor* ricerca un investimento dove il valore di lungo periodo verrà realizzato attraverso l'attuale capacità operativa della società e di mercato, l'attivista ricerca opportunità di investimento per creare nuovo valore. Seppure con eccezioni, l'arco temporale di un attivista tende a essere più ristretto del tradizionale *value investor*. Un'attivista potrebbe decidere di rimanere in un investimento per diversi anni se sono ancora presenti delle azioni che possono essere intraprese per generare nuovo valore. Gli attivisti che diventano *insider*, diventando parte del CdA, è più probabile che considerino un più lungo arco temporale.

Se si potesse scegliere chi avere nella propria compagine azionaria, tra un *value investor* e un'attivista, la maggior parte degli amministratori delegati sceglierebbe il primo. Molti consulenti⁷⁸, invece, ritengono che avere un'attivista che investe nella propria compagnia possa essere visto come un apprezzamento. Quello che le due categorie di investitori hanno in comune, come abbiamo visto, è l'obiettivo di trovare buone società che non sono pienamente valutate dal mercato. Entrambi apprezzano una robusta capacità di generare ricavi, intesa come ostacolo all'essere acquistati dai rivali e come potenziale fonte di crescita. In questa epoca di informazione di massa è però difficile trovare un'azione che sia semplicemente sottovalutata. Motivo per cui, entrambe le categorie di investitori sono alla ricerca di qualcosa che abbia bisogno di qualche azione correttiva.

A volte la debolezza è nel management, nelle decisioni che prende o che non prende, nelle conoscenze e nelle competenze di una specifica industria. La criticità potrebbe anche essere una semplice struttura del capitale eccessivamente conservativa, come in una holding che detiene troppa cassa o un basso dividendo, una cattiva *governance*, per quanto riguarda l'indipendenza degli amministratori o le politiche di remunerazione che pongono attenzione alla creazione di valore nel lungo termine tanto quanto alla performance di breve.

⁷⁸ Cas Sydorowits, *Activist Investing review 2016*

Volendo definire il profilo dell'investitore attivista, si osserva che un'attivista avrà più spesso un portafoglio più concentrato, con circa 7-15 titoli⁷⁹, mentre molti *value investor* avranno centinaia di azioni di cui prendersi cura. Avere un portafoglio ristretto permette agli attivisti di spendere più tempo e approfondire le ricerche che intraprendono, oltre a poter coinvolgere la società con più regolarità.

Per un'attivista, viene quindi enfatizzata l'importanza di un'analisi estremamente dettagliata, che permetta di supportare una campagna attivista in grado di interfacciarsi con gli azionisti e gli altri portatori di interessi, per sbloccare un valore che è già presente. Le analisi vengono svolte come farebbe un fondo di *private equity*, dall'esterno verso l'interno, per assicurare che ci sia una strada percorribile nell'eliminazione di questo sconto.

Gli attivisti compiono queste ricerche straordinarie per potersi presentare al management e agli altri azionisti informati tanto quanto loro e anche perché devono giustificare le proprie commissioni ai loro investitori. I *value investor* non hanno invece lo stesso budget per eseguire lo stesso tipo di investigazioni.

Un'altra differenza è che gli attivisti sono spesso pagati con il 2% dei capitali gestiti e con il 20% dei profitti, come nella prassi utilizzata dagli hedge fund. Questa caratteristica, combinata con la concentrazione dei loro portafogli, porta a un'ulteriore attenzione all'incremento del valore e a una sua rapida realizzazione. Gli amministratori dovrebbero ricordarsi che non sono i posti nel CdA o le vittorie contro il management a essere importanti per gli attivisti, ma i rendimenti.

Gli attivisti, avvalendosi di consulenti manageriali, *headhunters* e investigatori privati, saranno quasi sempre convinti del valore nascosto, rendendoli più determinati nel liberarlo, assumendo avvocati, *proxy advisor* e società di pubbliche relazioni per un potenziale scontro pubblico e per coinvolgere gli azionisti della società al fine di ottenere il loro consenso.

Quindi, mentre i *value investor* e gli attivisti cercano di identificare le stesse compagnie sottovalutate dal mercato, la differenza fondamentale consiste nell'estremità delle loro azioni per ridurre quello sconto. Una comprensione di come il buy-side venga pagato migliorerà la sensibilità della società nei confronti degli azionisti, e la loro abilità nel rispondere agli attivisti.

Come verrà descritto successivamente, la maggior parte degli investimenti compiuti da un hedge fund non condurrà automaticamente ad una costosa campagna pubblica sotto l'attenzione dei media. Infatti, quasi tutti gli investimenti degli hedge fund vengono tenuti lontano dall'attenzione pubblica. La copertura mediatica degli investitori attivi ha invece drammatizzato le più grandi battaglie pubbliche e, come le grandi notizie, più sono contestate e combattute più riceveranno attenzione dai media. Mentre qualche attivista preferisce la notorietà che deriva dal coinvolgimento e dal successo di un confronto pubblico, molti scelgono un percorso differente e agiscono silenziosamente, dietro la quinte, seppur sollecitando esplicitamente le proprie richieste. Il contenuto delle loro idee potrebbe essere simile ma le tattiche prescelte e le risposte che generano da parte della società, possono a volte portare a risultati drammaticamente diversi.

⁷⁹ *Ibid*

Sebbene non sia possibile inquadrare un'azienda o un individuo in una specifica categoria, la reputazione di una società e di un investitore spesso li precede. In base a ciò, proveremo a descrivere gli attivisti secondo due profili, il “socio” e il “provocatore”. Capire le motivazioni e gli stili di entrambi i gruppi di attivisti e le differenti tattiche che questi gruppi intraprendono in una campagna, può essere molto utile.

L'attivista socio è molto meno propenso a vedere il suo nome su titoli di prima pagina e preferisce mantenere questa posizione. Il socio sceglie di evitare le disorganizzate battaglie pubbliche del provocatore, ma continua a esortare lo stesso tipo di cambiamenti societari. Il socio lavora dietro le quinte per cambiare il pensiero della società target spiegando dettagliatamente il pensiero e le analisi che lo portano a quelle conclusioni e convincendo gli altri a seguire il suo cammino. I costi e le disattenzioni di uno scontro pubblico sono inutili e con possibili effetti deleteri sulle finalità dell'attivista socio. L'intento del socio è perseguito attraverso negoziazioni con la società obiettivo, sviluppando fiducia all'interno del CdA e con il management, tendando di convincere che le sue idee hanno un valore.

Molti attivisti che ricadono in questa categoria tendono ad avere un orizzonte di investimento più lungo, specialmente nelle società in cui riscontrano cambiamenti multipli che possono e dovrebbero essere fatti. Cambiare il piano strategico di una società è una decisione che non viene presa alla leggera e per questo il socio è incline a negoziare e a lavorare con la società per affinare e migliorare le sue idee, in accordo con il management della società stessa. Deve inoltre valutare se legare o meno il successo del suo investimento al successo della società unendosi al CdA, diventando così un *insider* e limitando così la sua capacità di uscire dalla posizione presa.

Riconoscendo le sue limitate conoscenze da *outsider*, il socio è meno predisposto a mantenersi rigido circa le sue richieste, ma insisterà nel dividerle con gli altri per ampliare la *vision*, poiché le asimmetrie informative tra un attivista e gli amministratori spesso rendono difficile la comprensione dei dettagli e della complessità, necessaria per l'esecuzione della transazione proposta da un'attivista. L'attivista socio beneficia di una reputazione positiva e di una storia di successi passati, attraendo nuovi fondi e molta attenzione nel caso in cui venga acquistata una partecipazione di rilevanza in una società target. Il socio generalmente non ricerca un confronto pubblico con la società e contro l'attuale CdA o il management, ma certamente cerca di affermare le sue idee nella conversazione. Il socio sembra essere più paziente del provocatore, nonostante entrambi sono incentivati ad agire rapidamente.

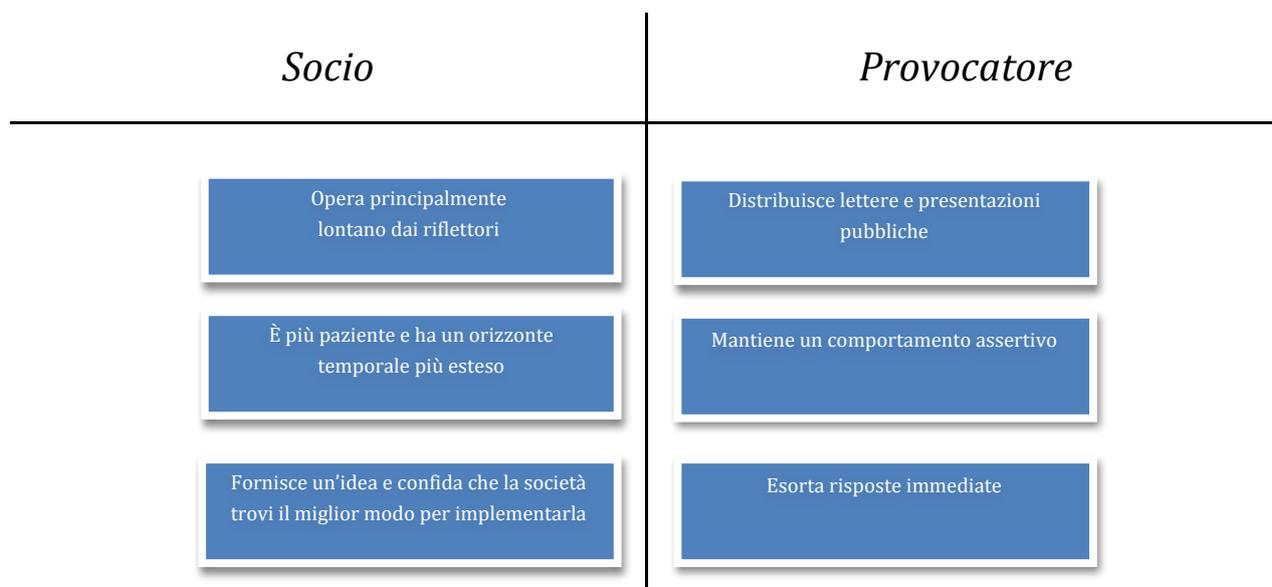


Figura 2: Approccio comparato dell'attivista socio e provocatore, elaborazione personale

Nonostante gli attivisti, anche i più espliciti, non si considerino provocatori, vi sono diversi esempi di investitori attivisti che generano rendimenti positivi stimolando pubblicamente e in maniera provocatoria il cambiamento. Anche tra gli attivisti soci si notano esempi di condotte provocatori e generate dai feedback ricevuti, durante una campagna, a seguito alle proprie proposte.

I provocatori esortano le società a vedere il mondo dal loro punto di vista, facendo rapidamente leva su diverse proposte di valore. Questi attivisti cercano di affermare un obiettivo chiaro, come può essere l'emissione di un dividendo in una società che eccede cassa, e spingono il mercato nella loro direzione. Se la proposta non viene accolta, le azioni successive sono a volte inarrestabili: lettere pubbliche, siti, tweet e presentazioni dettagliate. Questa categoria alimenta una crescente attenzione dei media e tende ad amplificare la propria retorica per attrarre ancor più attenzione sulla propria causa e attrarre nuovi capitali per i fondi. I costi di reputazione derivanti dal perdere una battaglia pubblica possono essere molto alti, motivo per cui gli attivisti combatteranno fino all'ultimo per la loro causa. Se l'opportunità sembra valere il rischio e i costi che ne derivano, il provocatore potrebbe essere disposto ad impegnarsi in una battaglia di deleghe e prolungare lo scontro per mesi o forse anni.

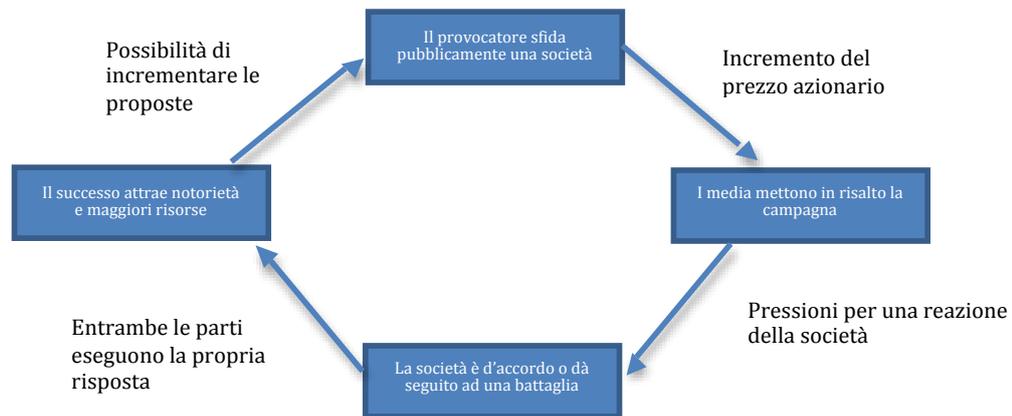


Figura 3: il ciclo virtuoso di un'attivista provocatore, elaborazione personale

I provocatori esprimono ragionamenti molto diversi da quanto la società sta comunicando al mercato e sfruttando l'attenzione mediatica per rinforzare il loro punto di vista, dando così inizio al cambiamento della storia di quella società.

Spesso l'annuncio iniziale con il quale un provocatore si posiziona nella compagine societaria, porta ad una reazione positiva dei mercati. I prezzi di mercato rispondono ad un potenziale incremento della performance societaria determinato dai cambiamenti proposti dall'attivista. Certamente, il successo finale di un provocatore consiste nella realizzazione delle sue proposte e nell'effettivo incremento di valore di cui è stata rivendicata l'esistenza. In assenza di un sufficiente livello di successo nella campagna pubblica, l'immediato rialzo del prezzo azionario verrà riassorbito e sarà più difficile attrarre supporto dagli altri azionisti. Per l'attivista provocatore, "l'impressione è realtà". La percezione che il pubblico ha delle sue idee e della sua capacità di realizzarle attrae un maggior numero di capitali al suo fondo, con il quale potrà fare lo stesso su una scala più ampia. Il successo genera più successo e anche gli investitori retail saranno più predisposti ad ascoltare seriamente le idee di questa tipologia di attivista nella sua prossima campagna. Alcune attività, come quelle legate alla redistribuzione del capitale, generano chiari benefici per gli azionisti, mentre altri provvedimenti strategici possono presentare maggiori rischi per la società. Intraprendendo un numero maggiore di rischi, il ritorno potenziale per l'attivista cresce di conseguenza.

2.2 Categorie, obiettivi e metodo dell'attivismo

2.2.1 Le diverse nature degli attivisti: investitori istituzionali, compagnie di asset management, hedge funds, compagnie interessate nella target e investitori privati

Lo *shareholder activism* racchiude un insieme di attività più o meno aggressive in base all'approccio e ai cambiamenti prospettati dalle attività dell'investitore.

L'estremo più aggressivo è composto dagli hedge fund alla ricerca di cambiamenti significativi nella strategia societaria.

Alcuni di questi attivisti⁸⁰ sono stati coinvolti in questo genere di attività per decenni. Negli anni '80 questa categoria di attivisti ricercava la disgregazione della società, motivo per cui, come abbiamo già visto, vennero definiti *corporate raiders*. Questi attivisti generalmente impegnavano le proprie risorse per comprare partecipazioni rilevanti nella società e ingaggiare battaglie di deleghe per controllare il CdA. Nel 1990, nuovi fondi⁸¹ entrarono in questa nicchia di mercato. Questi fondi raccolsero risorse finanziarie da altri investitori e usarono rappresentazioni di minoranza⁸² nel CdA per influenzare la strategia societaria. Mentre la disgregazione di una società era ancora uno dei potenziali cambiamenti ricercati da questi attivisti, erano anche perseguiti incrementi operativi, un nuovo management e ristrutturazioni finanziarie. Durante la scorsa decade, il numero di hedge fund attivisti a livello mondiale è cresciuto esponenzialmente, con un capitale gestito che eccedeva già nel 2014 i 100 miliardi di dollari⁸³ e con 275 nuovi fondi rispetto al 2003.

Gli obiettivi che gli hedge fund attivisti di oggi hanno, possono essere di diverso tipo, e si aggiungono a quelli storicamente perseguiti, come tutti quei cambiamenti che riguardano la strategia di allocazione del capitale⁸⁴.

Le tattiche dei più recenti attivisti sono in continua evoluzione. Molti impiegano il loro tempo alla ricerca di un dialogo con la società in uno sforzo volto alla negoziazione del consenso su specifici cambiamenti, rivolti alla liberazione di valore, prima di intraprendere quelle attività pubbliche che, come abbiamo già anticipato, si sono rivelate estremamente dispendiose. Gli hedge fund possono inoltre spendere il loro tempo, antecedente l'annuncio della campagna, per instaurare un dialogo con gli altri azionisti della società, al fine di valutare la loro predisposizione ad eventuali cambiamenti.

⁸⁰ Carl Icahn e Nelson Peltz.

⁸¹ Ralph Whitworth's Relational Investors, Robert Monks' LENS Fund, Joh Paulson's Paulson & Co., e Andrew Shapiro's Lawndale Capital.

⁸² Piuttosto che una maggioranza, controllavano una o due posizioni nel consiglio di amministrazione

⁸³ Preqin Special Report: Hedhe Fund Activist Report (giugno 2014), disponibile su http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Activist_Hedge_Funds_June_14-pdf).

⁸⁴ Restituzioni di grandi quantità di riserve di cassa agli investitori, attraverso il riacquisto di azioni proprie o dividendi e revisione della strategia societaria sulle acquisizioni.

Troviamo anche investitori meno assertivi impegnati nelle campagne “vota no” che, rivolgendosi agli azionisti, li esortano a negare il loro voto ad uno o più candidati nominati dal CdA. Queste campagne raramente hanno successo nel forzare un’espulsione di un amministratore, perché nella maggior parte delle società è richiesta la maggioranza di tutte le azioni, non solo la maggioranza dei voti in assemblea, che implicherebbe una soglia più bassa. Ma, in particolare quando l’amministratore attaccato non è l’amministratore delegato o il presidente, una campagna “vota no” può influenzare il candidato a rinunciare volontariamente alle elezioni. In più, se il livello di voto “negativo” è stato relativamente significativo, un amministratore potrà essere sostituito durante il successivo mandato.

Questa tipologia di campagne sono solitamente sponsorizzate da fondi pensione.

Percorrendo ulteriormente lo spettro di attività attuate troviamo la sponsorizzazione di *shareholder proposal* (o, come più spesso accade, la minaccia di una *shareholder proposal*)⁸⁵.

Gli obiettivi di questi investitori sono tipicamente il perseguimento di uno tra questi cambiamenti: (1) un cambiamento nella politica di governo del CdA (es. adottare il principio di maggioranza, “declassificare” il CdA, limitare la capacità della compagnia di riversare i costi legali agli esponenti delle proposte che non hanno avuto successo, prevedere una maggiore trasparenza sui piani di successione del consiglio e fornire accesso alle deleghe⁸⁶) o nella composizione del CdA (es. incrementare la diversità del CdA o nominare un amministratore indipendente come presidente); (2) un cambiamento nei piani di remunerazione della società (es. un cambiamento nei termini della vesting); (3) un cambiamento della vigilanza su certe funzioni (es. audit o risk management) e (4) un cambiamento nel comportamento sociale della compagnia (es. pratiche ambientali e adattamento al cambiamento climatico).

Le *shareholder proposal* sono sponsorizzate da un’ampia varietà di investitori.

Le proposte che riguardano la remunerazione dei dirigenti e la vigilanza delle funzioni audit/risk sono solitamente sponsorizzate dai fondi pensione o da investitori individuali. Questi investitori ritengono che tali cambiamenti possano promuovere una maggior efficacia nella *corporate governance* (inclusa una reportistica finanziaria più affidabile), con un successivo incremento del valore per gli azionisti⁸⁷. Le proposte ambientali e sociali sono generalmente sponsorizzate da fondi pensioni, gruppi religiosi e gestori di fondi *ESG-oriented*. Questi investitori credono che tali cambiamenti possano fornire benefici alla più ampia collettività e, nel lungo periodo

⁸⁵ Secondo la norma 14a-8 della SEC, gli azionisti che detengono una minima quantità di azioni per un periodo continuativo possono presentare una proposta, e alla società è fatta richiesta di presentarla e sottoporla al voto degli azionisti, in sede di assemblea generale.

⁸⁶ Le proposte per accedere alle deleghe di voto sono generalmente considerate tra le forme più aggressive di *shareholder proposal*.

⁸⁷ Molti accademici hanno esaminato la relazione tra alcuni indicatori di “buona governance” e altri indicatori di performance o con il prezzo azionario. Per una discussione più dettagliata a riguardo è consultabile “The *shareholder Wealth Effect of CalPERS Focus List*”, *J. Of App. Corp. Fin.* (2003), 8-17 (dove gli autori hanno rilevato che tra il 1992 e il 2002, diversi sforzi per incrementare la *corporate governance* di società hanno fatto registrare un rendimento in eccesso, in un anno, del 59.4%)

alla società e a tutti i suoi *stakeholder*. Le proposte “*shareholder value*” sono solitamente sponsorizzate da hedge fund⁸⁸ come parte di una campagna attivista più assertiva.

Volgendo lo sguardo ad attività più accondiscendenti promosse dagli attivisti, troviamo le “*say on pay*”⁸⁹, letteralmente “dichiara lo stipendio”, che consistono in un tentativo di introdurre maggiori forme di trasparenza sulle retribuzioni di varia natura dei manager di società pubbliche o private. Queste attività si limitano a lettere rivolte alla società, solitamente dirette al comitato retribuzioni o a incontri e scambi telefonici con la società, coinvolgendo il legale della società e il presidente del comitato retribuzioni.

Il fine di queste conversazioni è per lo più un cambiamento del piano di retribuzione o una modifica di come questo è descritto nelle comunicazioni dirette agli azionisti.

Un ampio *range* di investitori partecipa in questo tipo di attivismo, inclusi i tradizionali gestori di fondi, fondi comuni di investimento, fondi pensione e individui. Dal momento che la “*say on pay*” è oggetto della delega presentata dagli azionisti, tutti gli azionisti dovrebbero avere un punto di vista riguardo ai piani di retribuzione della società.

Un sottoinsieme di azionisti potrebbe voler rappresentare al CdA la propria visione, qualora ritengano che i piani non siano capaci di allineare le retribuzioni con la performance, contenendo caratteristiche discutibili (es. termini di *vesting*) o basandosi su metriche di performance inappropriate.

⁸⁸ *In questo studio ci si riferisce agli hedge fund basandosi sulla definizione fornita dalla SEC: un fondo che non è identificabile come fondo comune di investimento, che raggruppa i soldi degli investitori e li investe al fine di perseguire un ritorno positivo, usando o meno strategie “hedging”.* (http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_hedgefunds-pdf.) *Gli hedge fund a cui si riferisce questo articolo investono solamente in società quotate.*

⁸⁹ *Per una panoramica più completa sull’impatto della norme “say on pay” della SEC vedere “Investor Bulletin: Say-on-Pay and Golden Parachute Votes” disponibile su <http://www.sec.gov/investor/alerts/sayonpay.pdf>.*

2.3 Caratteristiche della società target

2.3.1 “Targeting criteria”

Prima di pensare a come strutturare un approccio di mitigazione del rischio, è importante capire che cosa attira gli attivisti, inclusi i processi che usano per identificare, dirigere e seguire potenziali opportunità.

La prima cosa da riconoscere è che non esiste un profilo standard della società target. La compagnia può essere di piccole, medio o grandi dimensioni. L’attenzione negli scorsi anni si è indirizzata alla quasi totalità di industrie.

Sono molte le discussioni che un attivista può condurre nel corso di una campagna, ma la maggior parte sono generate da una scarsa performance sul prezzo dell’azione. La tipica società soggetta ad una campagna di attivismo pubblica, dal 2010, ha sottorappresentato il mercato di più del 10% nell’anno precedente all’annuncio della campagna.

In aggiunta a uno scarso prezzo azionario rispetto alle comparabili, gli attivisti cercano di identificare e sottolineare vulnerabilità nella struttura del capitale, nelle politiche di distribuzione, nella governance, nella struttura societaria, in precedenti M&A, nella capacità di innovare e nella trasparenza.

Possiamo quindi dividere in tre categorie le caratteristiche della società obiettivo nell’ottica di un hedge fund:

- La società ha un basso *market value* rispetto al *book value*, un brand stimato e una solida capacità di generare flussi di cassa operativi e rendimento sugli asset. In alternativa le riserve di cassa della società eccedono sia i suoi livelli storici che quelli delle proprie comparabili. Questo è da considerarsi un rischio quanto più è incerto il motivo per cui una tale quantità di cassa viene trattenuta come riserva. Nelle società diversificate gli attivisti sono attenti anche ad eventuali rami di impresa o settori che stanno significativamente sottoperformando il mercato.
- Gli investitori istituzionali detengono una vasta maggioranza delle azioni con diritto di voto.
- La composizione del CdA non risponde alle attuali *best practice*. Per esempio gli attivisti sono consci del fatto che gli altri investitori sono più propensi a supportare i loro sforzi quando il CdA è percepito come “stantio”, cosa che accade quando il consiglio ha accolto pochi nuovi amministratori nei precedenti 3-5 anni, e la maggior parte degli attuali amministratori ha servito la società per un esteso periodo temporale. Le società che sono state ripetutamente obiettivo di fondi attivisti non hedge fund sono allettanti nei confronti degli hedge fund, attenti all’impatto cumulativo dell’insoddisfazione degli azionisti.

Una società è più probabile che venga presa come obiettivo da un attivista che non rientra nella categoria di hedge fund sulla base di combinazioni dei fattori descritti nella figura 4:

| <i>Fattori di contribuzione</i> | <i>Forme tipiche di attivismo</i> |
|---|---|
| La società ha sottoperformato rispetto alle comparabili durante un esteso periodo temporale; è posseduta in larga misura da investitori istituzionali; e ha un profilo di governance che differisce rispetto alle migliori pratiche per come sono state definite dagli attivisti. | Coinvolgimento degli azionisti, <i>shareholder proposal</i> |
| Una società di <i>proxy advisor</i> ha espresso delle preoccupazioni circa le compensazioni dei dirigenti e le riposte del CdA a precedenti "say on pay" | Coinvolgimento degli azionisti, <i>shareholder proposal</i> , campagne "vota no"(contro i membri del comitato retribuzioni o il suo presidente) |
| Una <i>shareholder proposal</i> ha ricevuto supporto dalla maggioranza delle azioni che hanno votato ma non è stata implementata dal CdA | Coinvolgimento degli azionisti, campagna "vota no"(contro l'intero CdA o il presidente, ritenuto maggiormente responsabile per la decisione del CdA di non implementare la proposta), <i>shareholder proposal</i> (ricercando un accesso alle deleghe o un cambiamento significativo nella <i>governance</i>) |
| Uno o più amministratori hanno fallito nel ricevere supporto da una maggioranza delle azioni che hanno votato ma continuano a rimanere nel CdA | Coinvolgimento degli azionisti, campagna "vota no"(contro questi amministratori e spesso contro i membri del comitato nomine e del comitato di <i>governance</i> o il suo presidente), <i>shareholder proposal</i> (ricercando un accesso alle deleghe o un cambiamento significativo nella <i>governance</i>) |
| La compagnia ha ricevuto una significativa attenzione da parte dei media o delle critiche da analisti riguardo un'acquisizione o un problematico lancio di un prodotto | Coinvolgimento degli azionisti, <i>shareholder proposal</i> , hedge fund activist |
| È risaputo che il CdA sta considerando o ricercando un nuovo amministratore delegato | Coinvolgimento degli azionisti, <i>shareholder proposal</i> (ricercando ad esempio la separazione del ruolo di amministratore delegato e presidente) |
| La società è stata identificata come un'anomalia in termini di riposta ai temi di cambiamento climatico e scarsità delle risorse, come su temi di responsabilità sociale | Coinvolgimento degli azionisti, <i>shareholder proposal</i> |

Figura 4

Il diventare obiettivo di un attivista va oltre le metriche finanziarie. Quando una società, ad esempio, ha un debole canale di rifornimento per un nuovo prodotto assieme ad una debole storia di innovazione, può diventare un potenziale candidato per gli attivisti.

L'assenza di una strategia coerente è un altro fattore che espone la società. Il management deve essere capace di spiegare come sia in grado di guidare la società a progredire nel mercato prescelto.

Un ricambio della leadership è un'altra bandiera rossa, e una minaccia attivista può essere una sfida impegnativa per il management in arrivo, perché può richiedere tempo prima che il nuovo management sia in grado di prendere una posizione e di articolare una strategia. Se un attivista irrompe raccontando una storia migliore di quella raccontata dal management, i manager potrebbero essere ostacolati prima di muovere il primo passo.

Certamente, trasparenza, messaggi consistenti e una comunicazione aperta sono importanti sia che il management sia vecchio o nuovo. Società che non presentano queste caratteristiche possono ritenersi sotto la lente degli attivisti.

Come determinare quindi se si è diventati o meno un obiettivo? L'approccio migliore è capire la propria posizione competitiva e identificarsi rispetto ai propri simili, sia sul piano qualitativo che su quello quantitativo, includendo le valutazioni, le performance storiche e la struttura del capitale. Questa autovalutazione non dovrebbe essere fatta una tantum ma rappresentare un monitoraggio costante e un dialogo continuo con le controparti della stessa industria, con gli analisti e con gli azionisti chiave. Ciò fornirà alle società la consapevolezza di dove si posizionano e se possano essere o meno vulnerabili ad un attacco attivista.

2.3.2 Le conseguenze sulla società target: management distraction, financial impact e business disruption

Una volta che l'attivista ha rivelato il proprio interesse per una compagnia, l'impatto è a volte significativo. Sono tre i modi principali in cui la società target può esserne toccata.

Il primo è la distrazione del management. Essendo battaglie pubbliche anche le prime fasi tendono a essere riprese dai media e le conseguenze sulle pubbliche relazioni possono essere devastanti. Se la posizione dell'attivista riguarda lo scarso rendimento del management, può tradursi in una profezia che si autoavvera, laddove il processo di risposta a una *activist campaign* può distrarre il management dalla gestione quotidiana della società.

Il secondo impatto è finanziario. Le consulenze e i costi legali di una battaglia di deleghe possono arrivare raggiungere i 10-20 milioni di dollari. Questi costi non includono le risorse interne e temporali impegnate a interagire con i consulenti.

Infine c'è anche una distrazione del business. Oltre alle relazioni con i fornitori e i clienti anche il morale dei dipendenti può soffrirne.

In media ci vogliono circa otto mesi per risolvere una battaglia di deleghe. Considerati i costi associati e i potenziali danni che possono accumularsi con il protrarsi della battaglia, un elemento chiave è l'impegno del management nel mitigare il rischio di attrarre gli attivisti, nel valutare l'esposizione, le alternative strategiche e nel formulare una risposta in anticipo.

3 STRATEGIE, TATTICHE E STRUMENTI

3.1 Il processo di investimento

3.1.1 Le fasi dello Shareholder Activism

In questa sezione prenderemo in considerazione le fasi di una campagna attivista dalla prospettiva dell'attivista stesso.

Sulla base di quanto riportato in letteratura e di seguito analizzato, è possibile individuare nella campagna attivista cinque fasi, per la cui definizione mutueremo termini che echeggiano il confronto e lo scontro tra gli attivisti, il CdA e il management.

Lo *shareholder activism* si articola attraverso una struttura circolare composta da cinque fasi: (1)Attività pacifiche; (2)Azioni diplomatiche; (3)Lo scontro; (4)Le conseguenze della battaglia e (5)La prossima campagna.

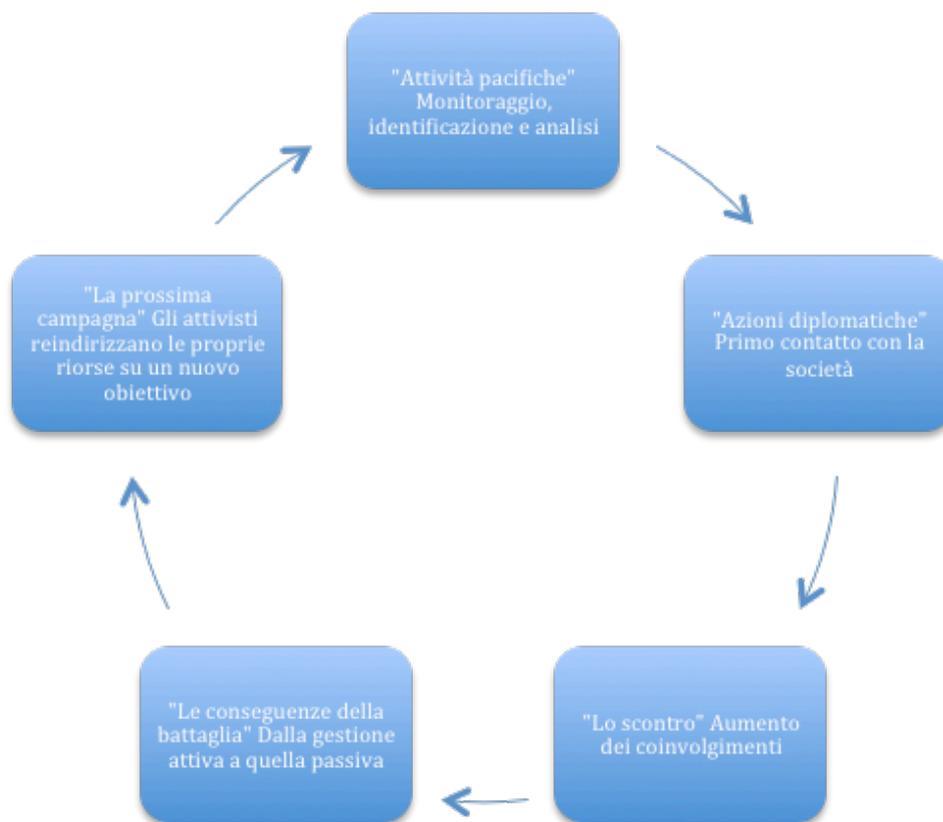


Figura 5

Fase I – Attività pacifiche

La prima fase prevede le "attività pacifiche", o meglio, le attività che precedono lo scontro. Complessivamente, questa fase assorbe la maggior parte del tempo di un'attivista. La preparazione allo scontro include lo screening delle società e la verifica dei suggerimenti di altri investitori, per identificare quelle opportunità che potrebbero adattarsi alla strategia generalmente perseguita dall'attivista.

Come ogni altro fondo d'investimento, gli hedge fund sono alla ricerca di opportunità in grado di bilanciare rischi, tempi e ritorni, al fine di ottimizzare i profitti per i *general* e i *limited partners*⁹⁰.

La maggior parte degli hedge fund attivisti approcciano la fase di screening con un metodo prevalentemente quantitativo. Uno delle strategie elementari di identificazione consiste nella ricerca di società che subiscono il cosiddetto "sconto di conglomerata"⁹¹. Gli attivisti vedono questo elemento come primo indicatore che la società sia quotata a sconto rispetto al suo valore qualora alcune delle società sussidiarie venissero scorporate⁹².

⁹⁰ *La struttura di un hedge fund è simile a quella di un fondo comune d'investimento, entrambi accumulano investimenti che, attraverso un veicolo, vengono collocati in azioni, obbligazioni, opzioni ed altri strumenti finanziari. La struttura che prevede sia un general che una limited partnership è quella più comunemente impiegata dagli investimenti raccolti da un hedge fund. In questa struttura, il general partner assume la responsabilità dell'operatività del fondo, mentre i limited partner possono investire nell'impresa, rimanendo responsabili solamente per le somme versate. La struttura delle commissioni differisce sensibilmente rispetto a quella di un fondo comune d'investimento, in un hedge fund il management viene tipicamente remunerato con il 2% degli asset gestiti, a cui si aggiunge un incentivo compreso tra il 10-20% dei profitti del fondo.*

⁹¹ *La conglomerata, o holding, è una struttura di più aziende, ciascuna con propri capiazienda, identità, missioni. Sul modello conglomerata è basato il nostro capitalismo composto da grandi famiglie: comandata da una finanziaria che controlla ramificazioni orizzontali in settori diversi e verticali su piani multipli. Chi è al vertice della piramide riesce, attraverso alla diversificazione, a ridurre il rischio e, con la leva multipla a moltiplicare la possibilità di finanziarsi. È proprio a causa della dimensione che paga lo "sconto di conglomerata", potendo in tal modo godere di questo "beneficio privato del controllo". Mentre i risparmiatori potrebbero investire nelle aziende operative, decidendo personalmente come diversificare il proprio portafoglio, decidono di investire nei piani più alti della piramide pensando sia loro interesse affidare i risparmi a chi ha dimostrato di saper fare così bene i propri.*

Ne fanno ad esempio il caso storico IRI, conglomerata nel privato e nel pubblico, e quello in corso delle Poste, una conglomerata, dove il business bancario e assicurativo sono a sussidio delle perdite di quello postale tradizionale. Invece di una banale separazione societaria che avrebbe visto lo stato unico proprietario di entrambi, è partita la privatizzazione nel 2015. Dopo aver dismesso il 35,5 del capitale e aver ceduto nel 2016 un'altra quota pari al 30% a Cassa depositi e prestito, resta l'obiettivo di vendere sul mercato la residua quota del 30%, sempre attraverso una IPO e cioè con la cessione a investitori istituzionali e risparmiatori.

Un approccio efficace per determinare se gli azionisti di un'impresa conglomerata potrebbero beneficiare dal break-up della holding stessa, consiste nel comparare il suo valore di mercato (market cap + posizione finanziaria netta) con il suo valore aggregato attribuito. Quest'ultimo valore rappresenta il valore complessivo dei business determinato dai multipli di mercato di società comparabili. Gli attivisti sono alla ricerca di una consistente differenza tra il valore di mercato dell'impresa e il valore aggregato attribuito, ritenendo ragionevole che ci siano delle opportunità per creare valore economico per gli azionisti della conglomerata stessa.

⁹² *Lo scorporo o spin-off è un'operazione che, attraverso lo scorporo di uno o più determinati rami di azienda, porta alla creazione di una società indipendente e autonoma. Il caso classico prevede l'assegnazione gratuita di azioni della società scorporata agli azionisti della società "madre". Le ragioni per un'operazione di spin-off sono molteplici e variano secondo il tipo di società che esegue l'operazione. Tipicamente sono viste come un metodo di remunerazione degli azionisti di società quotate, permettendo al mercato di valutare con maggior chiarezza le diverse attività o per disinvestire determinate attività.*

In linea teorica l'operazione dovrebbe avere effetti neutri, non modificando il valore totale, perché la perdita subita dalla società "madre" sarà pari al valore dei titoli della società scorporata. Effettivamente, studi empirici hanno dimostrato che la borsa tende ad assegnare, ai gruppi che raccolgono al loro interno un insieme di attività, un prezzo delle azioni più basso rispetto alla somma delle sue parti. L'obiettivo degli attivisti è quindi, attraverso lo scorporo di determinate attività, riallineare il prezzo dei titoli alle loro attività.

La seconda strategia è quella di ricercare società la cui performance è inferiore rispetto a quella del gruppo di società comparabili. La definizione del gruppo di appartenenza è un elemento centrale. Ogni società deve definire il proprio gruppo di appartenenza una volta all'anno, attraverso il 10Ks⁹³, definizione che può essere manipolata al fine di mascherare le scarse performance societarie. Per esempio, il management può distorcere il gruppo di comparabili per migliorare il giudizio sui propri risultati. I manager possono inoltre ignorare le scelte fatte dalle altre società comparabili per disinvestire asset dalla scarsa performance o per operare cambiamenti nella strategia, al fine di aumentare il ritorno per gli azionisti⁹⁴. A causa di questa distinzione tra i gruppi di società comparabili, l'attivismo ha un andamento ciclico per ogni tipo di industria: le successive attività vengono infatti innestate dalle azioni pubbliche e dal numero di partecipazioni rilevanti raggiunte.

Una terza strategia ricerca è quelle di ricercare società caratterizzate da scarse pratiche e strutture di *corporate governance*. Come è stato menzionato precedentemente, la crescita dell'attivismo negli ultimi dieci anni è stata in parte causata dalle riforme sui temi e dalle pratiche della *corporate governance*, incluso lo sforzo per ridurre i *classified board* e le barriere al coinvolgimento di azionisti e investitori. L'identificazione di una debole *governance* permette agli attivisti di impiegare ulteriori tattiche, permettendo loro di incrementare la propria influenza contro la società.

A seguito della crescita degli investitori passivi negli ultimi 25 anni, la relazione tra le due categorie di investitori ha acquisito più importanza. Come abbiamo già descritto nel primo capitolo⁹⁵, nel 2009 l'autorità di regolamentazione Americana ha, per prima deciso che il dovere di interesse richiesto a un *advisor*, inteso anche come fondo di investimento, comprenda il monitoraggio e il voto secondo le deleghe dei propri clienti. Ne è derivata una maggiore attenzione, da parte dei fondi comuni di investimento, per le società detenute in portafoglio. Come già evidenziato, la capacità di questi fondi di esaminare le società in cui si hanno interessi, è limitata rispetto all'accuratezza delle analisi di un'attivista. In aggiunta al contesto appena presentato, gli analisti *sell-side* e i giornalisti finanziari pubblicano report con i quali sollecitano l'intervento degli attivisti in determinate società.

I suggerimenti si presentano sotto forma di esplicite o implicite indicazioni, da un altro investitore, su una società che apparentemente necessita dell'intervento di una terza parte finalizzato a correggere l'andamento societario. Una società di questo tipo potrebbe avere un management con incarichi di lungo periodo, eccessivamente radicato; potrebbe aver ostacolato le proposte degli investitori, oppure avere un gruppo di investitori preoccupati delle prospettive future. Il problema che può insorgere tra chi suggerisce e gli attivisti, è quello della credibilità. Gli attivisti hanno bisogno di un'euristica per determinare la bontà dei suggerimenti stessi

⁹³ Anche chiamato "informativa annuale per gli azionisti" è un report tramite la SEC richiede che le società, quotate e non, che hanno asset superiori a 500 mln e i cui titoli appartengono ad almeno 500 individui, riportino annualmente le loro performance. Il documento include informazioni riguardanti la storia societaria, la struttura organizzativa, i piani di remunerazione del management, il capitale, le sussidiarie e del rendiconto finanziario.

⁹⁴ Il ritorno per gli azionisti, è qui inteso come la differenza aritmetica fra il ritorno totale degli azionisti di una società e quello di un gruppo di società comparabili, durante un definito orizzonte temporale.

⁹⁵ *Supra nota 53*

prima di seguirli; non possono prescindere da un giudizio sulle intenzioni e sugli scopi di chi consiglia. Il miglior modo per giudicare la credibilità di questa relazione è riflettere sulle interazioni storiche e capire se gli attivisti abbiano creato ricchezza per gli altri investitori e se lo abbiano fatto su un orizzonte temporale esteso. Va inoltre immaginato se gli investitori forniranno maggiori suggerimenti agli attivisti in futuro, qualora le società obiettivo abbiano un rendimento superiore alle proprie comparabili.

Sulla base delle interviste⁹⁶ condotte, si rilevano due tipologie di comportamenti rispetto ai suggerimenti provenienti dagli investitori. Una prima tipologia prevede l'utilizzo di questi suggerimenti come maggiore fonte di ricerca di potenziali obiettivi; la seconda invece, li considera solo come integrazione alle valutazioni già effettuate dagli attivisti. La differenza nelle due tipologie impiegate potrebbe dipendere dalla strategia adottata dall'attivista, nel primo caso si evince un maggior affidamento sulla relazione di lungo periodo tra gli investitori passivi e gli attivisti.

Le analisi condotte dagli hedge fund attivisti sono tanto sofisticate da poter essere paragonate all'attività svolta da una *investment bank* nel corso di una transazione di M&A multi-miliardaria. La principale differenza è che l'hedge fund svolge questa attività in maniera continuativa, basandosi solo su informazioni pubbliche e affidandosi a una profonda competenza nell'industria.

Gli hedge fund attivisti sono alla ricerca di tutte le informazioni possibili per garantire che il rischio intrapreso nel momento del coinvolgimento attivo sia commisurato al ritorno atteso. Sulla base di quanto scritto fino ad ora, sembra evidente che in molti casi le società target non abbiano realizzato lo stesso livello di analisi e che non siano in grado di assumere le stesse decisioni che un'attivista è in grado di prendere. Un'attivista è motivato a controllare gli asset di una promettente società target, sulla base delle strategie di allocazione del capitale in uso dal gruppo di comparabili, identificando possibili sconti da conglomerata, e stimando le riserve di cassa inutili e stati patrimoniali mal gestiti.

Un operatore intervistato⁹⁷ ha descritto accuratamente il ruolo svolto da un'attivista in questo tipo di analisi, affermando che quest'ultimo ha una visione di lungo periodo nella società, ma ritiene che la curva della performance raggiunga il proprio picco in ritardo. L'attivista è quindi alla ricerca di modalità per accelerare la crescita della performance e in grado di aumentare il tasso interno di rendimento degli investitori. A volte è necessaria la sola presenza di un attivista per anticipare il risultato, accelerando il processo decisionale del CdA o del management. L'attivista deve saper prevedere questo possibile esito nel momento in cui si impegna in una determinata società obiettivo.

I materiali accumulati per una campagna attivista dipendono soprattutto dal tipo di coinvolgimento e sono approfonditi, poiché gli attivisti raccolgono in ogni modo possibile informazioni riguardanti le performance finanziarie. Questi materiali non sono soggetti alla disciplina delle autorità di regolamentazione, ulteriore vantaggio

⁹⁶ *Supra nota 49*

⁹⁷ *Supra nota 49*

per gli attivisti. I dati spesso dimostrano analisi alternative allo stato patrimoniale corrente, e forniscono una visione prospettica *super partes*.

Nella fase delle “attività pacifiche” il dibattito non dovrebbe essere incentrato sulla validità o meno delle raccomandazioni degli attivisti, ma sarebbe opportuno tenere conto delle analisi da loro presentate su investimenti e rendimenti della società nel periodo antecedente al loro coinvolgimento. In conclusione, gli attivisti portano all’attenzione di tutti e a sostegno del loro punto di vista, interessanti informazioni e nuove originali analisi.

Fase II – Azioni diplomatiche

Entrati nella seconda fase, gli attivisti incrementano o cominciano ad accumulare una partecipazione nella società target. In tutto il mondo, l’attivista, raggiunta una certa quota azionaria, dovrà segnalarlo all’autorità di vigilanza. In America la segnalazione è obbligatoria con una quota superiore al 5% e viene trasmessa attraverso il 13D⁹⁸ alla SEC. L’archiviazione del suddetto documento deve avvenire entro dieci giorni dal superamento della soglia.

Solitamente, entro questa scadenza, gli attivisti decidono quale sia la partecipazione complessiva che intendono acquisire e quale sia l’approccio strategico nei confronti della società, ovverosia il livello di collaborazione o di aggressività.

Per una più completa panoramica su queste procedure, che ricoprono un’estrema importanza nel processo d’investimento di un’attivista, verrà fornito un quadro sui diritti di minoranza nei diversi paesi (figura 2).

Gli attivisti possono decidere di entrare in contatto con le società molto prima dello scadere del termine ultimo per dichiarare la propria partecipazione rilevante, in quanto l’elemento sorpresa può risultare persuasivo e influente. Quando un attivista chiama l’amministratore delegato, avrà spesso più informazioni sul possibile

⁹⁸ Il 13D è uno strumento importante in quanto fornisce agli investitori informazioni utili riguardo alla composizione della compagine azionaria. Fornisce il nome, la partecipazione e le intenzioni di qualsiasi investitore che abbia più del 5% di una società. Il 13D elenca tutte le informazioni che un investitore potrebbe voler conoscere, incluse le intenzioni che hanno motivato l’acquisto e come è stato fatto. Da quando è stato creato ad oggi, il 13D è diventato un significativo strumento indicatore di possibili takeover. Generalmente parlando, un acquirente in una scalata pacifica lancerà una OPA prima di partecipazione di rilevanza nella compagnia target. In una scalata ostile invece, l’acquirente accumulerà spesso una “toehold purchase” o meglio una partecipazione non rilevante, ma comunque significativa in sede di voto, di poco inferiore alla soglia cosiddetta di disclosure. A seguito del finanziamento per la scalata ostile, come in un caso di leveraged buyout (LBO), il cosiddetto black knight acquisirà la partecipazione, dichiarandolo nel 13D e al contempo lancerà una OPA, prevenendo che altre parti intervengano rendendo l’acquisizione più costosa e prevenendo anche che la società target costruisca in difesa ulteriori strategie difensive.

Gli investitori e gli arbitraggisti si riferiscono spesso ai 13D per giudicare le probabilità di successo di un’acquisizione, perché una volta dichiarate le fonti di finanziamento, è più facile giudicare se la società acquirente ha fatto un uso eccessivo della leva finanziaria. Fattore che potrebbe avere un grande impatto sugli utili futuri di entrambe le compagnie una volta che l’operazione è conclusa.

Si noti infine che è previsto un documento separato, il 13D, per quelle entità che acquisiscono una quota azionaria compresa tra il 5% e il 20% senza essere intenzionati a lanciare un takeover o altre operazione che impatterebbero materialmente una società. Se l’investitore non è passivo o la partecipazione supera il 20% dovrà dichiararlo attraverso il 13D. Spesso i fondi comuni di investimento e le società assicurative si ritrovano ad aver superato la soglia del 5% solamente a causa delle dimensioni dei loro investimenti.

sviluppo della telefonata rispetto all'AD stesso. In qualsiasi modo, la società potrebbe dimenticare, o ignorare, che lanciare una campagna aggressiva è, come vedremo nei capitoli successivi, molto dispendiosa per gli attivisti, e una risoluzione collaborativa è quasi sempre nei migliori interessi dell'attivista stesso. Detto questo, la quasi totalità degli attivisti sono pronti a impegnarsi in una battaglia, avendo già fatto un'accurata analisi dei costi e benefici della campagna e dei ritorni attesi. La capacità di poter portare sostenere una posizione intrapresa fino al completamento della strategia, è uno dei punti di forza su cui un attivista può fare leva, contro il management e contro gli amministratori.

Gli attivisti sono molto informati sui rapporti con gli investitori, ed è proprio sull'affidabilità di queste relazioni che sono pronti a scommettere miliardi. Come previsto dalla legge, gli attivisti possono svolgere una funzione da intermediari, a cui è permesso acquistare e comunicare con gli altri investitori. Queste relazioni intraprese con i grandi fondi di investimento, gestiti attivamente o meno, permettono agli attivisti di farsi un'idea del peso, in termini di voto, che potrebbero avere prima di investire e impegnarsi in una società. La maggior parte dei fondi d'investimento non divulga le loro posizioni di voto, che tuttavia sono prevedibili; di conseguenza gli attivisti hanno sempre più spesso un certo grado di sicurezza su quanti voti degli investitori, nella società, siano a favore della loro posizione.

| | Inghilterra | Germania | Francia | Italia | Spagna |
|---|--|--|---|---|---|
| Soglia Rilevante | <ul style="list-style-type: none"> 3% In pratica attraverso la sezione 212 gli investitori vengono notificati prima | <ul style="list-style-type: none"> 3% | <ul style="list-style-type: none"> 5% Alcune compagnie, per legge l'1% o meno | <ul style="list-style-type: none"> 2% | <ul style="list-style-type: none"> 3% |
| Potere di convocare un'Assemblea Straordinaria | <ul style="list-style-type: none"> 10% | <ul style="list-style-type: none"> 5% La AOA potrebbe prevedere una soglia inferiore | <ul style="list-style-type: none"> 10% | <ul style="list-style-type: none"> 10% | <ul style="list-style-type: none"> 5% |
| Minoranza di Blocco | <ul style="list-style-type: none"> 25% per le "special resolution" (cambiamenti nello statuto o nel capitale sociale) 50% per le ordinarie | <ul style="list-style-type: none"> 25% per le "special resolution" 50% per le ordinarie salvo cambiamento dalla AOA | <ul style="list-style-type: none"> 33% per le "special resolution" 50% per le ordinarie | <ul style="list-style-type: none"> 1/3 dei voti in assemblea straordinaria | <ul style="list-style-type: none"> 33% per le "special resolution" 50% per le ordinarie |
| Soglia di OPA | <ul style="list-style-type: none"> 30% Il prezzo di offerta è uguale o superiore al più alto prezzo pagato nei 6 mesi precedenti | <ul style="list-style-type: none"> 30% Il prezzo di offerta è uguale o superiore al più alto prezzo pagato nei 3 mesi precedenti | <ul style="list-style-type: none"> 30% Il prezzo di offerta è uguale o superiore al più alto prezzo pagato nei 12 mesi precedenti | <ul style="list-style-type: none"> 25% Il prezzo di offerta è uguale o superiore al più alto prezzo pagato nei 12 mesi precedenti | <ul style="list-style-type: none"> 30% Il prezzo di offerta è uguale o superiore al più alto prezzo pagato nei 12 mesi precedenti |
| Elezione/ Esclusione del CdA | <ul style="list-style-type: none"> 50% | <ul style="list-style-type: none"> Il Supervisory Board eletto in assemblea generale con >50% I membri del Supervisory Board possono essere rimossi con >75% | <ul style="list-style-type: none"> 50% ma per legge possono essere introdotte procedure specifiche | <ul style="list-style-type: none"> 50% | <ul style="list-style-type: none"> 50% ma per legge possono essere introdotte procedure specifiche |

Figura 6

Fonti: Companies Act 2006(UK); Wertpapierwerbs-und Ubernahmegesets (Germany); Florange Law 29 March 2014 (France); Testo Unico della Finanza(Italy); Ley de Sociedades de Capital, Codigo de comercio (Spain)

Elaborazione personale

Fase III – Lo scontro

Definire questa fase come una battaglia imprime una caratterizzazione molto forte al processo di coinvolgimento degli attivisti nella società target. Eppure la maggior parte dei manager e degli amministratori delle società descrive di provare questa impressione quando viene coinvolto da un'attivista. Addirittura, vi sono consigli di amministratori e dirigenti che in questa fase si sentono come coinvolti in una guerriglia.

Gli attivisti, generalmente, dopo la fase di azioni diplomatiche, intraprendono piani più decisi e, se necessario, “combattono” per raggiungere i loro obiettivi. Dal momento in cui viene depositato un 13D o un altro tipo di *disclosure*, assieme a una dichiarazione, anche se verbale, gli attivisti hanno tutti le ragioni per continuare ad inseguire i loro obiettivi fino alla fine. La struttura dell'investimento, sostenuta dalla leva finanziaria, imprime un'ulteriore pressione sugli attivisti, definendo quali, tra le diverse, siano le tattiche e i tempi possibili, nei quali una complessa strategia di coinvolgimento può riuscire.

Nel 2014 McKinsey⁹⁹ ha stimato che i tre quarti di tutte le iniziative attiviste sono iniziate in forma collaborativa, ma meno di un terzo si sono concluse rimanendo tali. Questo significa che il rapporto tra le parti si inasprisce in un periodo compreso tra le prime fasi dell'iniziativa e la conclusione della campagna¹⁰⁰.

Prendendo ad esempio il sistema americano, il periodo di raccolta delle deleghe per le *public companies* che approvano i loro documenti contabili, è compreso tra il 15 aprile e la fine di giugno. Le decine di migliaia di deleghe, con oggetto il voto e le elezioni degli amministratori, vengono raccolte in questo periodo di dieci settimane. Come menzionato precedentemente, questo ristretto periodo temporale crea un significativo vincolo sulle risorse che i fondi comuni di investimento hanno per valutare ogni intervento attivista.

È proprio questo stesso vincolo temporale a conferire agli attivisti un vantaggio nel controllare i risultati dello scontro, tanto più forti e sostenute da analisi e informazioni saranno le proposte, tanto più potranno trarne beneficio. Se le società non sono preparate, come spesso accade, l'attivista potrà sfruttare i tempi stretti di queste dieci settimane per vincere la comunicazione a cui poi è associata la raccolta di deleghe.

La prima mossa in questo scontro ne determina lo scenario, che sia una serie di colloqui *one-to-one*, delle lettere, una raccolta di deleghe o un assalto mediatico. Ovviamente, è naturale un incremento dei costi associata ad ognuno di questi scenari. La maggioranza degli attivisti, senza una storia di successo costante nel tempo come quella di Icahn e Ackman, cominceranno con una strategia *low-cost* per poi intensificarla.

Dalle interviste effettuate¹⁰¹ non si riesce ad affermare che tutti gli hedge fund sviluppino una strategia dominante, ma possiamo asserire che ogni fondo non utilizza solo una particolare strategia. Il successo di un particolare hedge fund attivista influenza gli altri nell'assumere ulteriori rischi o sviluppare nuovi metodi. Prima

⁹⁹ Larry Kanarek, *McKinsey on Finance Number 50, Spring 2014*

¹⁰⁰ Per coinvolgimento collaborativo è intesa la dinamica nella quale l'attivista ha preso una posizione, e riesce a mantenere un dialogo con la società per convocare l'assemblea o per condividere consigli strategici o finanziari.

¹⁰¹ *Supra nota 49*

del caso Darden Restaurants¹⁰², ad esempio, nessun attivista era mai riuscito a sostituire completamente un consiglio di amministrazione. Sebbene vi siano stati specifici eventi che hanno condotto al ricambio del CdA nel caso Darden, altri attivisti hanno intravisto un potenziale dietro la strategia adottata, e di conseguenza l'hanno inserita tra i loro strumenti.

Al fine di meglio comprendere l'attivismo è opportuno identificarne gli obiettivi e analizzare strategie e tattiche utilizzate.

In coerenza con gli autori precedentemente citati¹⁰³, si illustrano nella figura 3 gli obiettivi più ricorrenti degli attivisti e le relative percentuali di successo.

| Obiettivo | Osservazioni | Successo | Successo parziale | Numero di eventi ostili | Eventi ostili | | Eventi non-ostili | |
|--|--------------|----------|-------------------|-------------------------|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | | | | | Successo | Successo parziale | Successo | Successo parziale |
| Massimizzazione del valore per gli azionisti | 561 | 47,9% | - | - | - | - | - | - |
| Struttura del Capitale | 204 | 17,4% | 26,5% | 102 | 18,6% | 43,1% | 34,3% | 7,8% |
| Strategia Aziendale | 270 | 23% | 30,7% | 136 | 23,5% | 39,0% | 38,1% | 5,2% |
| Vendita della Società Obiettivo | 235 | 20,1% | 29,8% | 142 | 27,5% | 27,5% | 33,3% | 9,7% |
| Governance | 284 | 24,2% | 29,2% | 187 | 26,7% | 37,4% | 34% | 12,4% |

Figura 7

Nella figura 4 sono indicate le tattiche¹⁰⁴ utilizzate dai medesimi attivisti.

| Numero | Tattica* | % del campione |
|--------|--|----------------|
| 1 | L'attivista intende comunicare con il CdA e il management con regolarità, allo scopo di incrementare il valore per gli azionisti | 51,2% |
| 2 | L'attivista cerca di ricoprire posti nel CdA, senza entrare in conflitto con l'attuale CdA/management o impugnare le deleghe degli altri azionisti | 11,9% |
| 3 | L'attivista prepara delle proposte formali o critica pubblicamente la società richiedendone un cambiamento | 35,1% |
| 4 | L'attivista dichiara la minaccia di una battaglia di deleghe o di fare causa per aver infranto i doveri fiduciari, al fine di ottenere dei posti nel CdA | 7,3% |
| 5 | L'attivista fa partire uno scontro di deleghe con lo scopo di sostituire il CdA | 13,1% |
| 6 | L'attivista cita in giudizio la società | 4,7% |
| 7 | L'attivista vuole prendere il controllo della società, per esempio, lanciando un'OPA | 4,6% |

*La stessa osservazione può ricadere in più di una categoria

Figura 8

¹⁰² Articolo disponibile su Reuters, Ross Kerber, Lisa Shumaker, Meredith Mazzilli, Chris Reese e Gunna Dickson (www.reuters.com/article/us-darde-board-idUSKCN0HZOU320141010)

¹⁰³ Supra nota 23, Brav et al (2010), campione di 1172 osservazioni, nel periodo compreso tra il 2001 e il 2007.

¹⁰⁴ Ibid

La figura sottostante descrive il processo decisionale dell'attivista in relazione alle diverse situazioni.

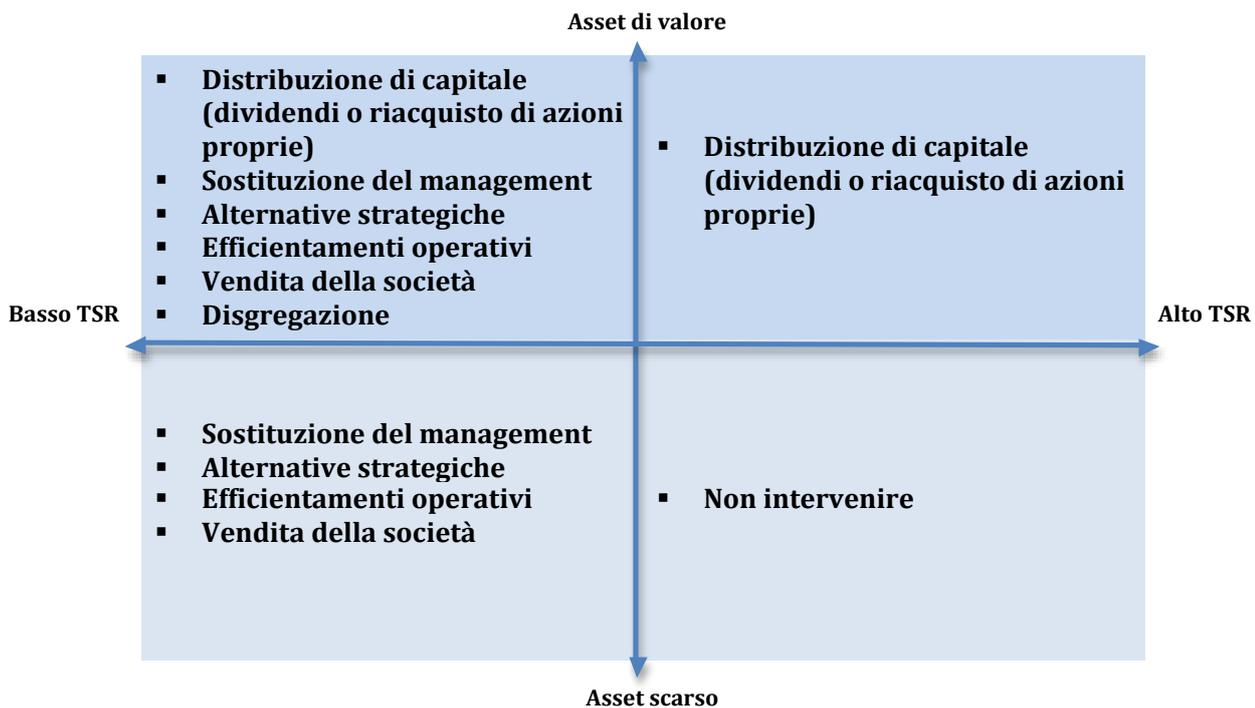


Figura 5: Processo decisionale degli attivisti, una comparazione tra valore degli asset e TSR*

Total Shareholder Return è qui inteso come il rendimento totale per un'azionista, o più semplicemente, la somma del guadagno in contro capital gain più eventuali dividendi. Il TSR è il tasso di rendimento interno (TIR) di tutti i flussi di cassa di un investitore durante l'holding period del suo investimento.

$$TSR = (\text{prezzo di vendita} - \text{prezzo di acquisto} + \text{dividendi}) / \text{prezzo di acquisto}$$

Siccome il TSR è espresso come percentuale è la metrica che più facilmente un'attivista può confrontare rispetto alle comparabili della società target.

Riguardando le tattiche fino ad ora elencate, va considerato che la lista non è nè esaustiva nè statica. Abbiamo infatti esaminato situazioni accadute nel passato e ciò non ci fornisce necessariamente una visione prospettica. Possiamo ritenere che le strategie e le tattiche utilizzate dagli attivisti siano in larga misura influenzate dalle azioni che altri fondi attivisti hanno adottato precedentemente. Gli attivisti, data la loro natura, sono incentivati a realizzare una performance migliore dei propri *competitor*, da cui ne risulta una costante ricerca di nuovi metodi per ottenere il controllo di una società ad un costo ancor più basso. La stampa e gli altri media non sono la migliore e l'unica fonte di nuove tattiche, considerando che la maggioranza delle nuove tattiche non finiscono sui titoli di prima pagina. Uno dei gestori di hedge fund intervistati¹⁰⁵ ha stimato che l'80% delle campagne attiviste progrediscono in silenzio e lontano dai riflettori della stampa, il che significa che le società dovranno avere una più approfondita conoscenza del gruppo di comparabili a cui riferirsi e delle società di differenti industrie.

¹⁰⁵ *Supra nota 49*

Uno delle principali tendenze degli attivisti è di prendere ad obiettivo società sempre più grandi. Nel passato, le compagnie con una capitalizzazione superiore ai 20 miliardi di dollari erano immuni dagli attivisti; ciò a causa delle dimensioni relative dei fondi attivisti e della impossibilità a concentrarli in un unico investimento. La partecipazione del 5% avrebbe richiesto una quota azionaria di un miliardo di dollari, una somma che avrebbe vincolato il capitale per un periodo troppo esteso al fine di generare un adeguato ritorno. In tempi più recenti, l'evoluzione dell'attivismo, gli accordi tra attivisti, il prendere di mira certe industrie e accumulare quote inferiori per usare tattiche esterne, ha portato molti hedge fund a superare questo ostacolo, puntando a società che hanno una capitalizzazione di mercato compresa tra i 10 e i 20 miliardi di dollari.

La posizione che l'attivista Carl Icahn ha preso in Apple, è un chiaro esempio della possibilità di poter esercitare un'influenza su una grande società, detenendo una partecipazione esigua. Icahn aveva fino ad aprile 2016, solamente l'1% in Apple, che corrisponderebbe oggi a circa 6,41 miliardi di dollari (gennaio 2017). La soglia del 5% sembra non avere più importanza qualora l'attivista abbia una forte capacità di influenzare i media. Icahn ha utilizzato i social media per esortare un cambiamento strategico, dall'aprile 2013 quando ha annunciato la sua posizione in Apple attraverso Twitter. Nell'ottobre 2014 e nel febbraio 2015, Icahn ha richiesto al mercato di rivalutare il prezzo azionario al rialzo in considerazione della correzione alla strategia di cassa apportata da Apple, sempre attraverso i media¹⁰⁶.

¹⁰⁶ *Comparando il multiplo prezzo/utigli di Apple a quello dell'indice S&P 500, è possibile osservare che il mercato continua a valutare Apple con un significativo sconto, che si traduce in un relativo multiplo di 10X rispetto al 17X dello S&P 500.*

Icahn ha espresso di ritenere irrazionale questa discrepanza tra i due multipli, basandosi sul fatto che quando l'utile atteso di una società è previsto crescere più velocemente rispetto a quello dell'indice, il mercato dovrebbe valutare la società ad un multiplo prezzo/utigli più alto.

Icahn ha inoltre considerato che nell'anno fiscale 2016 e 2017 l'EPS(utile per azione) cresca annualmente del 20%, e se Apple dovesse entrare nel mercato TV nel 2017, l'EPS crescerebbe oltre del 31% all'anno.

| | Apple | S&P500 |
|---|----------|------------|
| Prezzo per azione | \$122,02 | 2068.59 |
| Net Cash per azione (tax Adjusted) | -\$22,31 | - |
| Prezzo per azione Adjusted | \$99,71 | \$2.068,59 |
| Utile per azione previsto per l'anno fiscale 2015 | \$9,70 | \$124,19 |
| P/E | 10X | 17X |

Elaborazione personale sul periodo di riferimento

A seguito di queste considerazioni lo stesso Icahn ritiene che il mercato debba valutare Apple con un prezzo/utigli di almeno 20X, che assieme al net cash di 22\$ per azione, porterebbe Apple a valere 216\$ per azione.

A seguito delle stime che vedono le azioni di Apple valere 84% in più rispetto al corrente prezzo di mercato, l'obiettivo e la richiesta di Icahn è rivolta a Tim Cook e agli amministratori di Apple che, nell'interesse degli azionisti, dovrebbe approfittare di questa anomalia di mercato e riacquistare le proprie azioni.

È discutibile il fatto che Icahn non abbia avuto bisogno di un evento speciale per essere un'attivista influente; tuttavia occorre riconoscere che è stato sufficiente l'essere ritenuto credibile dal mercato e dalla società. Un tale riconoscimento potrebbe incoraggiare altri investitori a rivalutare il prezzo del titolo secondo la sua prospettiva. Non è chiaro se Icahn sia stato influente nel caso di Apple. Guardando semplicemente alla confusione mediatica sembrerebbe di sì, ma i risultati sul prezzo azionario sono stati meno chiari. Sia in ottobre 2014 che a febbraio 2015 il prezzo dell'azione è cresciuto alla chiusura della giornata successiva alla negoziazione, mentre i volumi hanno registrato un incremento di 1,5X rispetto alla media giornaliera¹⁰⁷.

Proseguendo nella disamina delle azioni che si realizzano nella terza fase, osserviamo che gli attivisti possono aspirare a ricoprire posizioni nel consiglio di amministrazione, per assicurarsi che i loro obiettivi siano accolti. Se il CdA viene percepito essere radicato o non disposto ad assumere lo stesso livello di oggettività, gli attivisti saranno pienamente favorevoli a nominare una lista completa di nuovi amministratori per il CdA. Quando il meccanismo di nomina degli amministratori prevede la nomina di un amministratore o di tutto il consiglio, spesso gli attivisti preferiscono raggiungere i loro obiettivi senza arrivare a questo livello. Spesso gli amministratori di cui ci si fida maggiormente al momento in pensione o dimessi dal CdA vengono riportati in carica dall'attivista.

Come già menzionato nel primo capitolo¹⁰⁸, molte società quotate hanno un CdA *declassified*. Nel dicembre del 2013 solamente il 10% delle società quotate nello S&P 500 avevano ancora un CdA *staggered*¹⁰⁹. Avere un CdA *declassified* permette di poter nominare l'intero gruppo di amministratori attraverso un'unica votazione, senza dover aspettare più di un'assemblea ordinaria per ottenere una posizione di controllo di maggioranza. La *declassification* permette tra le altre cose, di ridurre l'*holding period* richiesto agli attivisti. Non esiste motivo alcuno, per un'attivista, di dover aspettare anni con il proprio capitale vincolato in un singolo investimento per raggiungere il suo obiettivo.

Esistono due principali riflessioni che una società dovrebbe tenere in considerazione nel dialogo con un'attivista, per quanto riguarda le posizioni nel CdA:

| | <i>Apple</i> |
|---|--------------|
| Utile per azione previsto per l'anno fiscale 2015 | \$9,70 |
| P/E | 20X |
| Enterprise Value per azione | \$194,00 |
| Net Cash per azione | \$22,31 |
| Stima dell'Enterprise Value per azione | \$216,31 |

Elaborazione personale sul periodo di riferimento

La lettera scritta al CEO di Apple si può trovare al seguente indirizzo: <http://www.shareholderssquaretable.com/sale-apple-shares-at-half-price/>.

¹⁰⁷ Analisi sul prezzo azionario effettuate attraverso Bloomberg

¹⁰⁸ *Supra* nota 65

¹⁰⁹ NYSE Corporate Governance Guide, 2014

- 1) Molti attivisti non sono intenzionati a ricoprire dei posti nel CdA e a diventare degli *insider*. Le restrizioni applicate ai soggetti *insider* irrigidiscono ulteriormente la posizione e quindi la flessibilità dell'attivista che vuole uscire dall'investimento, motivo per cui verrà approfondita alla fine del capitolo la struttura e il prezzo di un'opzione che permetta la vendita della partecipazione, detenuta da un fondo divenuto *insider*. La flessibilità e il tempo di reazione sono essenziali per un hedge fund e le sue tecniche di investimento. Nonostante ciò, quando gli attivisti si rendono conto di aver bisogno di un maggior controllo per realizzare un ritorno nel lungo periodo, saranno disposti a prendere una posizione da *insider*. Nella maggior parte dei casi, quando un'attivista dichiara la sua intenzione di essere alla ricerca di una posizione nel CdA ne è davvero intenzionato, ma sono disposti ad accordarsi per molto meno. L'impegno, da parte della società, nel concedere dei posti all'interno del CdA a dei nuovi *outsider*, è visto come una vittoria per l'attivista, anche nel caso in cui quest'ultimo non abbia mai nominato un amministratore direttamente. In tal caso gli altri investitori possono percepire che la società sia disposta ad ascoltare l'attivista e dunque sia favorevole ad accogliere nuove idee e prospettive vista la concessione fatta.
- 2) Quando un attivista nomina un membro del CdA, tipicamente cercherà candidati con una certa esperienza, in grado di soddisfare e arricchire l'insieme delle competenze richieste, ricercandolo direttamente tra i candidati degli anni precedenti e che abbia un'ottima reputazione tra il management e gli altri investitori. Nel processo di selezione, l'attivista invita il candidato a conoscere gli analisti e la logica sottostante alle loro raccomandazioni, sia strategiche che finanziarie. Ne risulta un insieme di amministratori nominati meglio informati, sulle idee dell'attivista e anche riguardo alle prospettive esterne a quelle della società stessa. L'attivista potrà adeguatamente stimare il rischio che deriva dal nuovo candidato, riducendo le asimmetrie informative prima della nomina, anche nel caso in cui l'amministratore dovesse ignorare le sue raccomandazioni.

Nel momento in cui vengono nominati, i nuovi amministratori davvero "indipendenti"¹¹⁰ possono disconoscere ogni tipo di conflitto di interessi con gli attivisti. Sono infatti previsti, per legge, dei regolamenti¹¹¹ che richiedono lo scioglimento della suddetta relazione. Gli attivisti possono spesso "confidare" che i loro nominati agiscano sostanzialmente secondo i criteri di indipendenza previsti, ma che continuino ad aiutarli a perseguire i loro obiettivi. Recentemente, si osserva la tendenza di alcuni attivisti a fornire ulteriori incentivi ai

¹¹⁰ Per alcuni cenni: ASSONIME, *L'indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nelle società per azioni*. Circolare n. 45/2009, in Riv. Soc., 2010, 227 ss., secondo cui "l'indipendenza è un requisito astratto, che difficilmente si presta ad essere ricompreso in una definizione"; A.Zoppini, *Note sull'amministratore indipendente "di gruppo"*, in Riv. Not., 2010, 1170.

Per un'informativa più completa sui requisiti formali di un amministratore indipendente si veda il D.Lgs. 231/01. Sul sovrapporsi di diverse discipline dell'indipendenza degli amministratori nel contesto statunitense si vedano D. Regoli, *Gli amministratori*, 408; L.M. Farifax, *Sarbanes*, 381 ss.

¹¹¹ Regulation Fair Disclosure, un regolamento varato dalla security and Exchange Commission (SEC) che ha, tra gli altri, lo scopo di informare circa potenziali situazioni soggette a conflitto di interesse (<https://www.sec.gov/answers/regfd.htm>)

nuovi amministratori per ricompensarli qualora generino un rendimento positivo per gli azionisti. È attualmente in corso il dibattito su quanto gli amministratori remunerati da questi incentivi di terze parti, siano davvero “indipendenti”¹¹².

Alcuni attivisti si adoperano per allineare gli incentivi tra i nuovi nominati in consiglio di amministrazione e gli attivisti. In questi casi, i nuovi amministratori proposti dagli attivisti ricevono il diritto di acquistare delle azioni del fondo attivista, per remunerarli ulteriormente e allineare le loro decisioni con gli interessi degli attivisti. Questo tipo di compensazione è stato oggetto di una discussa disputa nel recente caso di attivismo nei confronti della Dow Corporation, dove il precedente amministratore delegato e attuale presidente del CdA non esecutivo della AIG, Steve Miller, ha ricevuto diritti per ottenere i guadagni in conto capitale di 400 000 azioni della Dow¹¹³. Le critiche erano rivolte al fatto che sarebbero stati creati disallineamenti negli incentivi e all’attrito nei confronti degli altri amministratori del CdA senza questo tipo di remunerazione.

Altri tipi di incentivi, anche conosciuti con il nome di *share appreciation rights*¹¹⁴ (SARs), si occupano di allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli attivisti, senza prevedere una comunicazione diretta tra le parti. I SARs sono emessi con un vincolo alla posizione dell’attivista, legando ulteriormente gli interessi tra le parti, e hanno una durata che oscilla tra i tre e i cinque anni. Un argomento usato a supporto delle SARs è che la compensazione supplementare è necessaria per avere professionisti di un certo calibro, ex CEO e amministratori con competenze specifiche, che saranno in grado di apportare valore alla società obiettivo. Tuttavia, queste persone, non sono guidate solamente da incentivi monetari, dal momento che le retribuzioni monetarie sono spesso controbilanciate da più grandi rischi reputazionali qualora il coinvolgimento attivista dovesse andare male.

Fase IV – Le conseguenze della battaglia

La battaglia si conclude nel momento in cui un particolare impegno viene portato a compimento, il che non implica necessariamente che l’attivista liquidi la sua posizione nella società. Se tutte le opzioni per massimizzare il valore e l’operatività di una società sono state considerate, all’attivista rimangono effettivamente due opzioni tra cui scegliere: aspettare o vendere.

La natura dinamica degli attivisti di oggi conferisce grande flessibilità agli hedge fund, nell’esercitare un tentativo quando ve n’è più bisogno. Gli hedge fund sono inclini all’azione, considerato il livello di competizione, al fine di ottenere un vantaggio informativo rispetto ai propri *competitor*, e saranno pronti a procedere in direzione

¹¹² *Supra nota 21*

¹¹³ David Benoit e Joann S. Lublin. 2014 (www.wsj.com/articles/dow-chemical-third-point-settle-board-dispute-1416578708)

¹¹⁴ Lo stock Appreciation Right è un bonus dato ai dipendenti, che eguaglia per misura, l’apprezzamento intervenuto sul prezzo dell’azione della società durante un periodo temporale prestabilito. Similmente alle stock option, i SARs portano dei benefici ai dipendenti qualora il prezzo dell’azione aumenti, la differenza nelle SARs è che i dipendenti non sono tenuti a pagare un prezzo per esercitare il diritto ma ricevono la somma dell’incremento in azioni o cash. Il principale vantaggio di questo strumento deriva dal non dover acquistare niente per ricevere i proventi derivanti dalle variazioni di prezzo intervenute. Ad esempio, supponiamo che un dipendente riceva 200 SARs. Se l’azione della società aumenta di \$35 per azione durante un periodo di tempo prestabilito di due anni, il dipendente riceverà 200 SARs * \$35 = \$7000.

del prossimo obiettivo ben prima di uscire dall'attuale investimento. L'hedge fund generalmente cambierà atteggiamento, adottando il comportamento di un gestore di portafoglio, e venderà solo quando la società sarà venduta, se l'investimento raggiunge il ritorno obiettivo atteso dall'attivista o se individua una miglior opportunità nella quale investire il proprio capitale.

Come abbiamo precedentemente esaminato i capitali raccolti dai fondi attivisti stanno crescendo esponenzialmente, come a riflettere il loro recente successo. Ciononostante, questa tendenza potrebbe invertirsi se i *limited partner* degli hedge fund dovessero concludere che il loro capitale non stia generando i rendimenti da loro attesi.

È anche importante tenere in considerazione che gli attivisti potrebbero lanciare iniziative in simultanea. Gli attivisti non hanno una portata illimitata o abbastanza capitale per investire in un elevato numero di società. I vincoli sullo staff potrebbero inibire l'abilità di gestire una moltitudine di assemblee derivanti dall'impegno attivista; in più, l'interesse da parte dei media è comunque rivolto solo su alcuni dei casi di intervento attivista e le riserve di capitale necessarie per raggiungere gli obiettivi preposti potrebbero aumentare. Il massimo che l'attivista può fare è domandarsi se sia stata considerata ogni alternativa possibile all'interno dei vincoli dell'investimento e dalla strategia. Considerando questi vincoli, se *l'asset class* continua a crescere, è molto probabile che l'attivista ricerchi rendimenti maggiori e società target di maggiori dimensioni.

Fase V – La prossima campagna

Come sottolineato all'inizio di questo paragrafo, gli attivisti adottano diverse strategie in base alla società target, all'industria e ad un insieme di altre variabili. Solitamente esiste una strategia dominante usata dagli attivisti, non è però l'unica strategia che useranno. Le strategie sono in continua evoluzione in base al mercato, ai regolamenti, alle strategie fiscali e ad altri fattori esterni che influenzano l'andamento dell'economia e delle valutazioni all'interno di una specifica industria. La lista di strategie impiegate dagli attivisti è in continuo aggiornamento, alimentata dai nuovi tentativi e dalle nuove tattiche sperimentate. Le strategie di successo, logicamente, si dovrebbero tradurre in un miglioramento qualora dovessero essere nuovamente applicate a società simili. Lo stesso discorso è valido per i problemi riguardanti la *governance*, ecco perché gli attivisti monitorano attentamente gli standard delle società di *proxy advisor* e come questi cambino rispetto a determinati temi di governo societario, per includere questi aspetti nella loro prossima campagna.

3.2 Activist short selling

3.2.1 Un bene o un male?

3.2.1.1 Manipolatori di mercato o protettori del mercato?

A differenza dello stereotipo dell'investitore che compra un'azione con la speranza di conseguire un profitto dall'apprezzamento del titolo, lo “*short seller*”, o venditore allo scoperto, guadagna quando il prezzo di un'azione scende¹¹⁵.

Uno *short seller* apre una posizione “corta” prendendo a prestito azioni da un investitore cosiddetto “*lender*”, e le vende immediatamente¹¹⁶. Il venditore allo scoperto chiude le sue posizioni “corte” quando ricompra le azioni (al fine della profittabilità il prezzo sarà inferiore rispetto a quello di vendita) e le restituisce all'investitore “*lender*”¹¹⁷. I media che si occupano dell'industria finanziaria seguono le posizioni corte perché i venditori allo scoperto fanno soldi ricercando opportunità, i cui obiettivi sono sempre rilevanti per la stampa¹¹⁸.

Ai profitti multi-milionari a disposizione dei venditori allo scoperto, si contrappongono gli effetti devastanti sulla società obiettivo, in termini di reputazione, prezzo azionario e danni al controllo. Per tale motivo eventi di questo genere hanno portato alla richiesta di nuove forme di regolamentazione per gli *short seller*¹¹⁹.

A difesa dei venditori allo scoperto, analisti e giornalisti schierati a loro favore sostengono che questi investitori abbiano apportato dei benefici al mercato¹²⁰. Infatti ricercando società sulla base del sospetto di elementi di sopravvalutazione, capita che portino alla luce frodi aziendali¹²¹.

¹¹⁵ Christopher C. Faille, *Book Review. Fed. Law.*, Novembre-Dicembre.2003. 57, 59

Rebecca Smith & John R. Emshwiller, *24 days: How Two Wall Street Journal Reporters Uncovered The Lies That Destroyed Faith in Corporate America*, 2003.

¹¹⁶ *Short Sales*, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, <http://www.sec.gov/answers/shortsale.htm>

¹¹⁷ *Ibid*

¹¹⁸ *Supra* Nota 26, al n. 59.

¹¹⁹ Steven M. Davidoff, *Disclosure by Short-Sellers Would Improve Market Clarity*, *N.Y. Times Dealbook* (22 maggio 2012) <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/22/disclosure-by-short-sellers-would-improve-market-clarity/>.

¹²⁰ Lo studio di Christopher A. Stanley, *The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted during the 2008 Financial Crisis*, 4 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 267, 268 (2009) ha evidenziato che proibire le vendite allo scoperto ha avuto l'effetto inverso rispetto a quello ricercato, portando ad un incremento della volatilità e danneggiando la sicurezza degli investitori. Il divieto che ha interessato gli *short seller* nella crisi del 2008 è stato quindi un provvedimento affrettato che è riuscito solo a ritardare, piuttosto che velocizzare, la ripresa economica.

¹²¹ Davidoff, Ackman, Herbalife, and Celebrity Short-Seller. In questo studio si evidenzia come gli *short seller* possano incrementare l'efficienza dei mercati, fornendo informazioni aggiuntive sul valore dei titoli quotati. I ribassisti, prendendo a prestito le azioni, ad un alto prezzo di mercato, per rivenderle una volta svalutate, adottano strategie che prevedono la diffusione di informazioni riguardo al titolo che altrimenti non verrebbero rivelate.

L'effetto negativo sul prezzo dei titoli potrebbe segnalare che quanto esposto dagli attivisti è vero. Muddy Waters, un hedge fund short che affronteremo più avanti in questo capitolo, si è affermato riportando al mercato le accuse di frode mosse dall'autorità di vigilanza nei confronti di una società cinese, la Sino-Forest Corporation.

In realtà, gli *short seller* hanno scovato frodi di società che hanno recentemente sofferto di grandi scandali aziendali, come Enron, Lehman Brothers e MBIA inc., molto prima che lo scandalo fosse conosciuto.

I ribassisti individuavano numerose contraddizioni sui libri contabili della Enron all'inizio del 2000¹²² e, discutendone in conferenza con l'allora amministratore delegato, vennero accusati di manipolazione di mercato. La discussione non aveva l'intento di calunniare la società¹²³, ma piuttosto nasceva dall'identificazione di problemi concreti sui libri contabili. Il crollo della Lehman Brothers è un altro esempio in cui i ribassisti hanno aiutato il mercato dirigendo attenzioni sulla vera situazione finanziaria della società¹²⁴.

L'hedge fund manager David Einhorn, è diventato noto per aver valutato accuratamente la reale condizione finanziaria della Lehman Brothers molto prima della famigerata caduta.¹²⁵ James Chanos, un eminente ribassista che ha contribuito a fare luce sul caso Enron, ha descritto a proposito del caso Lehman, ha descritto la strategia usata dalla banca per difendere il crollo azionario, come un tentativo di incolpare quegli *short seller* che investigavano sull'uso delle loro pratiche contabili.¹²⁶

All'interno di casi rilevanti come quelli appena citati e come nel caso dello *short* di Ackman¹²⁷, i ribassisti hanno molto da perdere per posizioni che assumono. Nel 2002, il fondo di Ackman, scommise sul fallimento dell'obbligazione, valutata con una tripla A, emessa dalla società finanziaria MBIA. Ackman descrisse la MBIA come "una istituzione finanziaria con inadeguate riserve, imprecisati problemi di qualità del credito, dalle pratiche contabili aggressive e con una notevole quantità di debiti derivanti da società veicolo (*special purpose vehicle*)¹²⁸ non consolidate."¹²⁹ La MBIA aveva una struttura basata su un uso aggressivo della leva finanziaria, "\$140 di debito per ogni \$1 di capitale a garantirlo", che si traduce per la società nella impossibilità a sostenere alcun tipo di

¹²² Lettera da James Chanos, Chairman, Coal. Of Private Inv. Co., to Mary L. Shapiro, Chairman, U.S. Sec. & Exch Comm'n (23 giugno 2011) disponibile su <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>.

¹²³ Lay Blames Enron Failure on Attack of Short-Seller, N.Y. Times (27 aprile 2006), <http://www.nytimes.com/2006/04/27/business/worldbusiness/27iht-enron.html>.

¹²⁴ *Supra* nota 32 Davidoff, Disclosure by Short-Seller Would Improve Market Clarity

¹²⁵ Davidoff, Disclosure by Short-Sellers Would Improve Market Clarity, *Supra* nota 30

¹²⁶ Letter from James Chanos, *Supra* nota 33

¹²⁷ Christine S. Richard, *Confidence Game: How Hedge Fund Manager Bill Ackman Called Wall Street's Bluff* (2010).

¹²⁸ Anche detta "Società veicolo". È la società specializzata che in un'operazione di securitization si rende cessionaria di gruppi di crediti omogenei che deve destinare in via esclusiva ai titoli che essa stessa (o un altro soggetto) emette per finanziare l'operazione negoziandola sul mercato. I titoli sono coperti dalle stesse attività che vengono cedute (*asset backed securities*). Essi sono la base della finanza strutturata. In Italia questa procedura è stata regolamentata dalla legge del 30 aprile del 1999, n. 130 sulla cartolarizzazione dei crediti. La sua natura, che sia finanziaria, fiduciaria o di fondo d'investimento, non è definita in modo puntuale, al fine di lasciare la possibilità di mutuare tutti i principali schemi utilizzati all'estero. Ciò che importa è che la società SPV sia giuridicamente indipendente, nel senso che sia in grado di valutare e di decidere in autonomia l'operazione e che sia veramente *special purpose*, cioè anche professionalmente specializzata in questo tipo di operazioni. Per ulteriori approfondimenti sui SPV si veda <http://it.mimi.hu/economia/spv.html>.

¹²⁹ *Supra* nota 38

errore o perdita.¹³⁰ La posizione corta di Ackman, contro il gigante finanziario, gli si è ritorta contro tanto da costringerlo, l'8 gennaio 2003, a chiudere i suoi principali fondi. È a questo riguardo che il *Wall Street Journal* ha pubblicato la “caduta in disgrazia” dei fondi Ackman.¹³¹ A peggiorare la situazione, la campagna pubblica di Ackman attirò l'attenzione dell'allora procuratore generale di New York Eliot Spitzer, che incominciò a investigare sull'inconsistenza delle accuse mosse da Gotham Partners, i fondi di Ackman.¹³² Solamente nel marzo del 2005 Ackman cominciò a guadagnare dopo il grande rischio che aveva assunto.¹³³ Durante quel mese, la MBIA assestò il suo bilancio consolidato per considerare quelle transazioni che Ackman dichiarò come problematiche nel 2002¹³⁴.

Come dimostrato nei tre casi esposti, gli *short seller* rischiano una ritorsione da parte della società contro le quali intraprendono una posizione, investigazioni dal Dipartimento della Giustizia e l'insolvenza sulle loro posizioni corte. Tuttavia, questi casi dimostrano anche come i ribassisti abbiano scoperto seri casi di frode, contribuendo in tal modo a fare sì che il mercato rivalutasse i prezzi azionari in considerazione dei veri valori delle società in questione. Se le autorità di vigilanza dovessero imporre obblighi di *disclosure* ai ribassisti, questi investitori incontrerebbero ostacoli ancor più grandi nel convincere gli analisti, diffidenti, in quanto i loro profitti potrebbero essere più eclatanti delle verità su cui basano le loro ragioni.¹³⁵

3.2.1.2 *Regolamentazione degli "Active Short Sellers"*

I numerosi casi di frodi aziendali hanno evidenziato la necessità che gli investitori che assumono posizioni corte divulghino le loro posizioni, specialmente quando le campagne contro le società obiettivo sono pubbliche¹³⁶. Se ancora oggi non esistono precisi obblighi di *disclosure*, è anche vero che le autorità di regolamentazione, come ad esempio la SEC¹³⁷, al fine di prevenire informazioni false o fuorvianti, hanno poteri di investigazione in casi di sospetta manipolazione di mercato: “tramite uso di affermazioni false o ingannevoli”. Possono inoltre “emanare provvedimenti qualora necessari ad assicurare l'interesse pubblico e degli investitori”.

¹³⁰ *Ibid*

¹³¹ Henny & Gregory Zuckerman, *New York Examines Research by Gotham Partners on MBIA*, *Wall St. J.* (10 gennaio 2003), <http://online.wsj.com/article/SB1042170892871569424.html>.

¹³² Sender & Zuckerman, *supra nota 42*

¹³³ Alistair Barr, *Ackman's Bets Against MBIA, Ambac Paid Off in October*, *MarketWatch* (28 novembre 2007), http://articles.marketwatch.com/2007-11-28/news/30753929_1_bond-insurers-mbia-and-ambac-financial.

¹³⁴ Bethany McLean, *The mystery of the \$890 Billion Insurer*, *CNN Money* (16 maggio 2005), http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2005/05/16/8260164/index.htm.

¹³⁵ *Lay Blames Enron Failure on Attack of Short-Seller, Davidoff, Ackman, Herbalife, and Celebrity Short-Seller*, *supra nota 34*

¹³⁶ Davidoff, *Disclosure by Short-Sellers Would Improve Market Clarity*

¹³⁷ 15 U.S.C. 78i. (2006 & Supp. V 2011).

Questi provvedimenti hanno concesso alle autorità il potere di investigare su sospetti casi di manipolazione del prezzo azionario di una società tramite l'uso di "affermazioni false o fuorvianti", una definizione che spesso le società prese di mira dai ribassisti attivisti, usavano per attirare l'attenzione delle autorità.¹³⁸

Nel settembre 2008 la SEC dichiarò che avrebbe incominciato a concentrarsi su "possibili manipolazioni di prezzi azionari di società finanziarie attraverso la diffusione di notizie false" mediante "un'espansione indiscriminata delle proprie investigazioni".¹³⁹

Ma nonostante le pene per questo tipo di violazioni siano severe, da parte dell'autorità di regolamentazione occorre la prova che il venditore abbia fatto affermazioni false o ingannevoli e che sapesse o avesse fondati sospetti per ritenerle tali. Pertanto l'attuale sistema di regolamentazione si è rivelato inefficace.

I soggetti che propongono regolamenti che prevedano una piena *disclosure*, sostengono che quando delle "investment celebrities" come Ackman e Einhorn intraprendono campagne contro delle società senza dichiarare dettagliatamente la loro posizione, "spingono gli investitori a prendere delle decisioni non sulla base di informazioni ma piuttosto sulla paura"¹⁴⁰. Cosicché una piena *disclosure* andrebbe a fornire dati indispensabili agli investitori e agli analisti, al fine di valutare le informazioni sulle società target. Verrebbe così aumentata la credibilità dei ribassisti, dimostrando di avere investito nelle loro affermazioni¹⁴¹.

Tuttavia, quello che potrebbe aiutare gli investitori e gli analisti a riconoscere potenziali problemi di manipolazioni del mercato, potrebbe anche intaccare la credibilità dei ribassisti, perché sia gli investitori che gli analisti pesano le affermazioni dei ribassisti con i loro potenziali profitti: un'affermazione viene percepita tanto meno sincera quanto maggiore è il profitto, rendendo ancora più difficile per i ribassisti, convincere analisti e investitori. In più, se chi vende allo scoperto non ha abbastanza fondi a supporto delle proprie affermazioni, ci si può chiedere se questo possa andare ad indebolire le accuse stesse.

Avremo, da una parte, quei ribassisti guidati da infide motivazioni, che intendono manipolare il mercato attraverso accuse contro società in buono stato solamente per trarne un profitto e, dall'altra parte, ribassisti che raccolgono semplicemente i frutti di anni spesi in intensive ricerche, nella meticolosa analisi di documenti contabili, per scoprire possibili frodi¹⁴².

Come già illustrato nel paragrafo 3.1 - Figura 2, esistono precisi obblighi di *disclosure* per gli investitori che hanno raggiunto una certa quota azionaria. Tuttavia, non sono previsti gli stessi obblighi per i venditori allo scoperto e solo recentemente le autorità preposte hanno cominciato a considerare una maggiore regolamentazione.

¹³⁸ Peter J. Henning, *Fate of Herbalife's Stock May Lie with Government Agencies*, N.Y. Times Dealbook (14 gennaio 2013, 11:54 AM), <http://dealbook.nytimes.com/2013/01/14/fate-of-herbalife-stock-may-lie-with-government-agencies>.

¹³⁹ *ibid*

¹⁴⁰ *Supra nota 32*

¹⁴¹ *Supra nota 36*

¹⁴² *Supra nota 38*

Nel 2012 il regolamento UE 236 ha infatti introdotto obblighi di segnalazione, comunicazione al pubblico e divieti di “*naked short selling*” e altre posizioni ritenute speculative. Se questo regolamento ha dimostrato l’obiettivo, da parte delle autorità, di fissare una disciplina comune, è anche vero che ha lasciato diversi aspetti non trattati. Ci si chiede chi e con quali criteri valuti se una posizione sia speculativa o no. Inoltre gli operatori *short* dovranno sì fornire maggiori informazioni, ma niente impedirà loro di indebitarsi a dismisura per investire al ribasso. A proposito, è e sarà compito delle autorità di vigilanza cercare una modalità di intervento che preveda un’adeguata disclosure agli investitori e al mercato, mantenendo quegli incentivi per gli attivisti a continuare il loro lavoro, senza manipolare il mercato.

In questo lavoro di tesi, incentrato sullo *shareholder activism*, si è similmente cercato di identificare quando gli attivisti, compresi i ribassisti, abbiano un potenziale distruttivo nei confronti della società e come, al tempo stesso, siano in grado di apportare dei benefici alla società nel suo complesso.

3.2.2 Il metodo: il caso Muddy Waters Capital LLC

Muddy Waters Capital è una società privata che esegue *due diligence* su società quotate prendendo posizioni di investimento che riflettono le ricerche effettuate. La società è stata fondata da un operatore *short* che nel 2015 ha inizialmente raccolto 100 milioni per la sua strategia di investimento e, successivamente, ha scoperto diverse frodi contabili soprattutto in Cina, ma anche in altri paesi dell’Asia, Europa e Nord America.

In linea con i comportamenti sopra descritti, le ricerche di Muddy Waters Research si traducono nella pubblicazione di dettagliati report, contenenti le motivazioni per cui il mercato dovrebbe rivalutare al ribasso le quotazioni di una particolare società. Le accuse mosse, come nel caso della Olam International¹⁴³, evidenziavano rischio di conflitto di interessi di Muddy Waters Research. Il fondo infatti, in riferimento a questa transazione, ha ammesso di avere venduto allo scoperto le azioni della Olam prima di aver pubblicato il report. Dopo che il fondo ha esposto pubblicamente le sue accuse, il titolo ha registrato, in due settimane (dal 13 novembre al 3 dicembre 2012) una perdita del 9.48%.

Dalle analisi svolte e dalle argomentazioni riportate, si ritiene che, lo *short selling* svolga un ruolo importante nel processo di efficientamento dei mercati, permettendo ai partecipanti di aggiustare velocemente e con accuratezza i prezzi azionari, per riflettere le opinioni degli investitori riguardo alle valutazioni.

Nonostante questa affermazione, lo *short selling* può anche determinare volatilità di mercato nel breve periodo e infliggere seri danni agli azionisti, alla sicurezza degli investitori quando i corsi azionari crollano. Anche se le affermazioni non sono dimostrate, la società è già sulla difensiva per salvare la reputazione e potrebbe pagare per la pubblicità negativa con un aumento del costo del capitale.

¹⁴³ Per visionare il report completo: www.muddywatersresearch.com/company/olam/

Molti studi accademici¹⁴⁴ hanno dimostrato che le azioni rispondono bruscamente alle cattive notizie quando la società è in condizioni fisiologiche mentre la reazione alle buone notizie è pressochè la medesima in periodi negativi e in periodi positivi. È scontato che qualsiasi investitore sia libero di esprimere pubblicamente opinioni su un'azione, società o industria, ma è chiaro che queste opinioni dovrebbero avere fondamenti ragionevoli e adeguati, supportati da appropriate ricerche e investigazioni.

Dato il loro potere di muovere il mercato, vale la pena rivolgere lo sguardo alle considerazioni etiche di queste società di ricerca *short-selling*, che quasi sempre detengono posizioni nella compagnia su cui effettuano relazioni, e all'apparente opacità delle aree in cui operano, data la poco chiara regolamentazione e responsabilità.

Ci si chiede quindi se società di ricerca come la Muddy Waters, che non sono registrate come consulenti di investimento, dovessero applicare la stessa rigorosa *compliance* che si applica alle unità di ricerca delle banche d'affari.

La fiducia degli investitori nelle istituzioni finanziarie, che già risente delle ripercussioni derivanti dalla scorsa crisi finanziaria, potrebbe diminuire ulteriormente qualora questo tipo di “ricerche” venga utilizzato al solo fine di danneggiare un titolo azionario. Sicuramente le autorità di vigilanza faranno ricorso in caso di manipolazione del mercato, ma il contenzioso richiederà anni.

È più probabile che gli analisti che adottano un robusto codice etico e rigorosi standard professionali, antepongano gli interessi dei propri clienti ed esercitino i loro “doveri fiduciari” per come sono stati descritti nel primo capitolo. È anche vero che solo pochi analisti, all'interno delle più importanti istituzioni finanziarie, forniscono ricerche tanto dettagliate come quelle portate avanti da società come Muddy Waters. Pochi analisti di *investment bank* hanno scoperto frodi, problemi di manipolazioni contabili o interrogato rigorosamente il management sulle affermazioni fatte, come nei casi Enron e Lehman Brothers. Molti ritengono che, in generale, ci siano insufficienti raccomandazioni “sell” che provengono dalla comunità di analisti¹⁴⁵.

La crescita di Muddy Waters e di società simili potrebbe essere un campanello d'allarme per gli analisti finanziari e uno stimolo a svolgere il loro lavoro più scrupolosamente e di assumere rischi maggiori. Potrebbe anche essere un campanello d'allarme per la comunità di investitori, specialmente gli *short seller*, che hanno già sofferto di una cattiva reputazione, nell'essere consapevoli dei pericoli derivanti da “ricerche” avventate.

¹⁴⁴ Helina Laakkonen e Markku Lanne: *Asymmetric News Effects on Volatility: Good vs Bad News in Good vs. Bad Times*. University of Helsinki, University of Jyväskylä, HECER. (2008)

Jennifer Conrad, Bradford Cornell e Wayne Landsman, *The Journal of Finance* (2002).

¹⁴⁵ Per approfondimenti rimando all'articolo del CFA institute: “Short-Selling Investment Research Firms like Muddy Waters: Manipulation or Aiding the Market?” <https://blogs.cfainstitute.org>.

3.2.3 La Profittabilità

3.2.3.1 “Manipulative Trading Strategies”: Floating-Price Convertibles

Le strategie *short* manipolative hanno una lunga storia che fonda le sue origini dalla nascita dei mercati organizzati¹⁴⁶. Bernheim e Schneider descrissero già nel 1935 il *modus operandi* degli operatori, intenti a manipolare i prezzi delle azioni, e ad organizzare i loro “*bear raid*” per ottenere la massima pressione alla vendita.

Il declino dei prezzi attira i cosiddetti *free riders* che, combinati alle influenze sui prezzi delle società obiettivo, producono dei profitti virtualmente certi.

In questo capitolo si analizza come le vendite allo scoperto possano artificialmente deprimere i corsi azionari e compromettere l’efficienza di mercato.

La “manipolazione” è qui intesa come l’intenzionale interferenza con le forze di offerta e di domanda. Una strategia di trading manipolativa ha lo scopo di danneggiare la formazione dei prezzi di mercato per generare un profitto privo di rischi¹⁴⁷, ovvero possibile quando c’è una differenza tra l’elasticità di prezzo di acquisti e vendite.

I manipolatori di mercato utilizzano una varietà di strumenti, come la diffusione di notizie false su una società quotata e strategie di mercato che impediscono la formazione dei prezzi, come il “*naked shorting*” “*wash sales*”, “*match trades*” e “*painting tapes*”¹⁴⁸. Tutti modi per somministrare informazioni fuorvianti sul mercato, per spostarne i prezzi di mercato nella direzione che permette ai manipolatori stessi di trarne beneficio. Pratiche di mercato illegali come le vendite allo scoperto “*nude*” possono distorcere i prezzi di mercato creando squilibri della domanda-offerta artificiali¹⁴⁹. Le autorità di vigilanza, in questo caso, hanno previsto dei vincoli per non permettere che la manipolazione dei prezzi azionari possa raggiungere valori inferiori al *fair value* degli asset.¹⁵⁰

Come dimostrato da diversi studi¹⁵¹, la manipolazione può avvenire quando i *trader* informati si avvantaggiano sugli investitori non informati obbligati a vendere in conseguenza della necessità di liquidità. Allen e Gale hanno esaminato delle transazioni manipolative, nelle quali un operatore è stato capace di manipolare il prezzo di un’azione al rialzo semplicemente comprando delle azioni e rivendendole ad un profitto, anche quando

¹⁴⁶ Allen and Gale, 1992: *Stock-Price Manipulation*.

¹⁴⁷ Jarrow, 1992

¹⁴⁸ Per ulteriori approfondimenti riguardo alle pratiche di manipolazione dei prezzi, rimando ai seguenti indirizzi:

<https://www.sec.gov/answers/nakedshortsale.htm>;

<https://www.sec.gov/answers/wash.htm>;

financial.thomsonreuters.com/en/products/trading-capabilities/foreign-exchange-markets/trade-matching.html;

<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/painting-the-tape> .

¹⁴⁹ Steve Thel, 2 gennaio 1994, “\$850 000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation”. *Cornell Law Review*, volume 79, articolo 1.

¹⁵⁰ *Supra nota 59*: Thel, 1994 e SEC, 2003b, 2004

¹⁵¹ Glosten and Milgrom, 1985, Kyle, 1985, 1989, Easley and O’Hara, 1987, Allen and Gale, 1992, Allen and Gorton, 1992)

l'acquisto non ha causato alcun *price momentum*¹⁵². Nel loro modello la manipolazione non richiede l'adozione, da parte degli operatori, di azioni per alterare il valore della società, come può essere la divulgazione di false informazioni sul mercato. I fattori chiave sono l'asimmetria informativa e le diverse elasticità di acquisti e vendite. I trader disinformati sono incerti riguardo al fatto che un acquirente sappia se l'azione sia sottovalutata o se invece intenda manipolare il prezzo al rialzo. Gli acquisti hanno una forte elasticità sul prezzo rispetto alle vendite, dovuto alle maggiori informazioni contenute negli acquisti quando a vendere è un *liquidity trader*¹⁵³.

I *liquidity trader* disinformati hanno minori libertà nel decidere le tempistiche delle loro vendite, cosicché i *trader* informati, come gli *insider*, sono capaci di approfittarsene, sfruttando sia il loro vantaggio informativo che lo svantaggio temporale del *liquidity trader*¹⁵⁴.

Quando le *liquidity sales* sono maggiori dei *liquidity purchase*, l'acquisto comunicherà maggiori informazioni perché è più probabile che l'operatore sia informato. L'elasticità del prezzo azionario rispetto all'acquisto è superiore quindi all'elasticità rispetto alle vendite, si può quindi osservare una situazione di equilibrio all'interno della quale la manipolazione dei prezzi è profittevole¹⁵⁵.

In questo capitolo, in considerazione del tema trattato, ci si è concentrati sulle manipolazioni esercitate dai ribassisti. Inoltre, sono proprio gli operatori attivisti, ad essersi rivelati capaci di facilitare le strategie manipolative di breve periodo, in condizioni di equilibrio di mercato.

Gli operatori attivisti, interagiscono con gli investitori informati per creare un *price momentum*¹⁵⁶. Gli autori hanno investigato quando le manipolazioni si manifestano in conseguenza di transazioni consistenti, creando un *price momentum* capace di generare una differenza tra l'elasticità di prezzo degli acquisti e delle vendite. Questo *price momentum* si verifica quando le transazioni sono abbastanza grandi, da incrementare il prezzo in una data e generare un incremento di prezzo anche nella seduta successiva. Un operatore ne acquisterà una consistente quantità, portando a un incremento di prezzo e a un *price momentum*, e successivamente venderà contro tendenza ai *noise trader*¹⁵⁷, che compreranno ad un prezzo inflazionato. È quindi presumibile che questo meccanismo funzioni anche al contrario, quando consistenti vendite allo scoperto spingono il prezzo di un titolo al ribasso, per poi essere riacquistato, a un prezzo più basso, dai *noise trader*.

¹⁵² Per una trattazione più esaustiva del fenomeno: "Price momentum and Trading Volume", Charles M. C. Lee e Bhaskaran Swaminathan. *The Journal of Finance*, Vol 5, ottobre 2000

¹⁵³ Sono quegli operatori le cui operazioni sono innescate da fattori esogeni, per una trattazione più completa si rimanda a: quant.stackexchange.com/questions/25554/liquidity-traders/25555.

¹⁵⁴ John D. Finnerty, marzo 2005: "Short Selling, Death Spiral Convertibles, and The Profitability of Stock Market Manipulation". Fordham University Graduate School of Business.

¹⁵⁵ *Ibid* e Allen and Gorton (1992)

¹⁵⁶ Jarrow, 1992

¹⁵⁷ Il meccanismo spiegato nel seguente articolo: A. Shleifer. Harvard University. "The Noise Trader Approach to Finance"

In questo studio non vengono fatte assunzioni circa le relative elasticità di prezzo, ma si vuole semplicemente riportare come sia possibile rendere sostenibile una strategia manipolativa di prezzo in un mercato dove, a causa di asimmetrie informative, non è chiaro se un ribassista sia a conoscenza di informazioni negative o stia semplicemente cercando di manipolare il prezzo azionario di una società. Come già anticipato gli attivisti ribassisti possono avvalersi delle *naked short selling*¹⁵⁸ per incrementare il loro profitto, destabilizzando il mercato di una particolare azione.¹⁵⁹

Esiste una crescente letteratura empirica sui risultati ed effetti negativi delle manipolazioni short su determinate azioni *over-the-counter*¹⁶⁰.

Sono due i metodi per evitare i vincoli sulle strategie corte manipolative. Il primo è forzare la liquidazione della società, per poter ricoprire la posizione aperta a costo zero¹⁶¹, il secondo è l'uso di uno strumento di finanziamento divenuto popolare tra i fondi di private equity, il *floating-price convertible*¹⁶², che evita al manipolatore di dover ricomprare sul mercato le azioni necessarie a chiudere la posizione. Questo strumento permette di ottenere la conversione delle azioni richieste dalla posizione corta, vendendole prima della scadenza della conversione.

Le preoccupazioni delle autorità di vigilanza rispetto alle vendite allo scoperto “nude” sono dimostrate dall'aumentata regolamentazione a riguardo, come il regolamento EU 236 precedentemente citato.

Nel panorama appena descritto, si può affermare che ci sia la possibilità, per un activist short seller, di effettuare strategie manipolative anche se ciò dovrà essere misurato da ulteriori ricerche.

3.2.3.2 Recenti regolamentazioni in risposta allo short selling: il modello “leverage constraint”

A seguito delle manipolazioni di mercato sono state emesse diverse restrizioni sullo *short selling*, pensate per apporre dei vincoli, per evitarne l'utilizzo improprio e la manipolazione dei prezzi delle azioni sotto al reale valore dell'*asset*.

Vanno quindi distinti due tipi di vendita allo scoperto. Il primo è il *regular short selling*, che ha come effetto di assicurare che il prezzo dell'azione coinvolta coincida con il valore fondamentale del suo equity. In altre

¹⁵⁸ Una vendita allo scoperto “nuda” genera la cosiddetta azione fantasma, creando ulteriori potenziali problemi di corporate governance. L'acquirente di una azione fantasma non realizzando che non sono azioni reali, credono che stiano acquistando anche i diritti di voto attaccati all'azione ordinaria.

A proposito sono stati analizzati i provvedimenti delle autorità di vigilanza nei confronti dei ribassisti, e le pratiche di vendite “nude” sul mercato americano: “SEC is set to approve plan to ease short-selling curbs for one year” *Wall Street Journal* (23 giugno 2004)

¹⁵⁹ I seguenti autori hanno trovato giustificazioni all'uso del naked short selling, per determinati casi: Evans, Geczy, Musto e Reed 2003.

¹⁶⁰ *Securities and Exchange Commission v. Rhino Advisor, Inc. and Thomas Badian, United States District Court, Southern District of New York, 26 Febbraio 2003.*

¹⁶¹ *House Report 2011*

¹⁶² Lo strumento è stato formalizzato da Hillion and Vermaelen, 2004, per una trattazione più completa dello strumento: *SSRN Electronic Journal* 71(2):381-415, maggio 2001. DOI: 10.1016/S0304-405X(03)00209-5

parole il *regular short selling* garantisce che il prezzo sia giusto ma non colpisce il valore fondamentale della società. Il secondo tipo è il *predatory short selling*, dove la vendita allo scoperto riduce il valore fondamentale della società, forzandone una liquidazione anticipata dei suoi asset di lungo periodo in perdita. Questo tipologia di vendita si verifica quando i ribassisti sfruttano la debolezza finanziaria o problemi di liquidità di una istituzione finanziaria. Nel modello formalizzato da Brunnermeier e Oehmke¹⁶³ il *predatory short selling* si verifica in condizioni di equilibrio di mercato a causa della diminuzione del valore dell'equity¹⁶⁴, generata dai prelievi fatti dai depositanti e creditori non assicurati dell'istituzione finanziaria.

Analizzando i vincoli di indebitamento (*leverage constraint*¹⁶⁵) di una istituzione finanziaria è possibile modellizzare la potenziale vulnerabilità di istituzioni finanziarie verso lo *short selling*, identificando il rischio che di per sé l'istituzione ha, dovuto a incompatibilità di *maturity* e liquidità¹⁶⁶. Questi vincoli permettono¹⁶⁷ all'operatore *short* di sfruttare le debolezze finanziarie, costringendo un'istituzione a liquidare i suoi investimenti di lungo periodo, lasciando così spazio a riduzioni del suo valore fondamentale.

Questa breve analisi vuole fornire una potenziale giustificazione ai divieti temporanei di vendite allo scoperto volti a frenare quei comportamenti predatori nei confronti di società vulnerabili¹⁶⁸, generati dall'idea che

163 Markus K. Brunnermeier e Martin Oehmke, Princeton University, NBER e CEPR; Columbia University: "Predatory Short Selling". JEL Classification: G01, G20, G21, G23, G28.

164 Diamond, Douglas W., and Robert E. Verrecchia, 1987, Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information, *Journal of Financial Economics* 18, 277-311 e Raghuram G. Rajan, 2001, Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking, *Journal of Political Economy* 109, 287-327.

165 Assumendo che un'istituzione finanziaria sia soggetta ad un vincolo di leva finanziaria, la frazione del debito (D) sul debito più il valore di mercato dell'equity (E) non può superare un valore critico γ , compreso tra 0 e 1: $D/(D+E) \leq \gamma$. Quando il livello di leva finanziaria eccede il vincolo $[\gamma]$, l'istituzione finanziaria dovrà ripagare una parte del proprio debito per ridurre la leva, liquidando una parte dei suoi asset immobilizzati $[\Delta X(S)]$, dove S è la posizione presa dal ribassista. Indichiamo con $P^* = P - \lambda S$, il prezzo dell'equity comprensivo delle posizioni corte $[S]$ e dove λ rappresenta la pendenza della domanda scelta dagli investitori long di lungo periodo. La riduzione dell'equity, $(1 - \delta)R\Delta X(S)$, riflette il fatto che gli asset immobilizzati possono essere venduti solo con uno sconto $[\delta]$. Se consideriamo il payoff degli azionisti $XR - D0$, possiamo quindi riscrivere la condizione di equilibrio usando la seguente equazione per individuare il nuovo prezzo dell'equity (P): $P - \lambda S = \max [XR - D0 - (1 - \delta)R\Delta X(S), 0]$ L'ammontare degli asset immobilizzati che l'istituzione finanziaria dovrà liquidare per soddisfare il nostro vincolo iniziale e in presenza di una posizione short aggregata in S , sarà data dal seguente sistema:

Fonte: Markus K. Brunnermeier and Martin Oehmke

166 Supra nota 75 e Brunnermeier, Gorton and Krishnamurthy (2013)

167 Goldstein e Gumbel (2008) hanno dimostrato come è stato possibile per gli short seller ottenere un profitto anche in mancanza di informazioni fondamentali sulla società.

168 Le aziende sufficientemente capitalizzate non sono suscettibili al predatory short selling, in più, un divieto delle vendite intaccherebbe negativamente sulla liquidità del suo titolo. Inoltre sono considerate meno vulnerabili quelle società che hanno una struttura del capitale stabile.

il costo della vendita allo scoperto superi il potenziale sopravvalutamento e la riduzione di liquidità per la durata del divieto alla *short selling*¹⁶⁹.

¹⁶⁹ Le seguenti ricerche hanno rilevato non esserci benefici storici a seguito del divieto di vendite allo scoperto, riscontrando invece, riduzioni della liquidità e un più lento recupero del prezzo azionario: Boehmer, Jones e Zhang (2013) Beber and Pagano (2013).

3.3 Gestione degli attivisti

3.3.1 Strategie di difesa

3.3.1.1 *Prevenire e affrontare l'emergere dello Shareholder Activism*

Come è stato descritto fino ad ora in questa tesi, gli attivisti cercano di ridurre le divergenze create dal problema di agenzia che mette in relazione gli azionisti, il consiglio di amministrazione e il management. Se è vero che alcune campagne attiviste hanno solamente fini opportunistici e di estrazione di valore dalla società, complessivamente, lo *shareholder activism* ha avuto un impatto positivo sulle performance societarie¹⁷⁰.

L'attesa passiva dell'intervento attivista, tuttavia, rappresenta un'opportunità persa per chi agisce nell'interesse della società, per ragioni di seguito presentate:

- Prevenire l'attivismo

Per le società è possibile anticipare il coinvolgimento esterno degli attivisti e catturare il valore che un aspirante attivista potrebbe generare e minimizzare i costi di difesa della società. La gestione di una campagna attivista comporta dei costi diretti per l'assunzione di consulenti esterni, dei costi opportunità per il management, dei costi di comunicazione, di analisi e negoziazione, e il potenziale costo intangibile di una percezione pubblica negativa.

Rispetto agli attivisti, le società hanno il vantaggio di poter accedere alle informazioni interne. Di seguito verranno proposte strategie e tattiche per fare leva su questa posizione, al fine di limitare i costi potenziali di un intervento attivista.

- Quando la società ha ragione

Se è vero che le società possono ridurre la probabilità dell'intervento attivista, una campagna non potrà mai essere evitata con assoluta certezza. Se la società è stata proattiva nel compiere le migliori decisioni di lungo periodo, nell'interesse degli azionisti, e un attivista sceglie comunque di impegnarsi contro la medesima società, le strategie e le tattiche che verranno presentate consentiranno alla stessa di difendersi e mantenere la propria direzione.

- Quando gli attivisti hanno ragione

Anche qualora il management e gli amministratori abbiano diligentemente perseguito analisi e azioni nell'interesse degli azionisti, permane sempre una possibilità che esista un'opzione migliore non identificata internamente. Se un'attivista presenta un piano migliore per la società, le strategie e le tattiche proposte assicureranno che la medesima si posizioni al meglio per assimilare questi suggerimenti, attraverso un comportamento costruttivo.

Raccomandazioni alla leadership aziendale

¹⁷⁰ Alon Brav, Wei Jian, Hyunseob Kim: "Recent advances in research on hedge fund activism: Value creation and identification" *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 7, Dicembre 2015

Questa sezione offre un insieme di consigli che il CdA e il management dovrebbero considerare al fine di poter cogliere gli effetti positivi dell'attivismo, e allo stesso tempo minimizzarne i costi e gli effetti deleteri. Queste raccomandazioni includono attività, sia interne che esterne, che il management e gli amministratori possono adottare.

1. Per il consiglio di amministrazione: azioni interne

Gli attacchi attivisti costano soldi e tempo; inoltre, l'agenda degli attivisti potrebbe avere effetti negativi sui rendimenti di lungo periodo degli azionisti. Possono essere spesi dalle società oltre \$10 milioni¹⁷¹, assumendo advisor esterni, *banker* e avvocati a difesa degli attacchi che possono trascinarsi per mesi, distogliendo l'attenzione del management da potenziali azioni creatrici di valore¹⁷². Anche se gli interventi aggressivi di un'attivista potessero creare valore, la società ha un interesse nel ridurre i costi e, dove possibile, portare a termine le attività degli attivisti proattivamente. Nel tentativo di prevenire gli interventi attivisti non necessari, possiamo affermare che alcuni consigli di amministrazione potrebbero svolgere un lavoro migliore nel migliorare la performance societaria, sviluppando nuove metriche di valutazione e analizzando alternative di business che permettano di raggiungere incrementi operativi.

Possiamo scindere tre componenti principali nel definire la performance: i driver della creazione di lungo periodo, la selezione di corretti indicatori e la comprensione dell'orizzonte temporale utilizzato dagli investitori per valutare la performance. Gli attivisti spesso si avvantaggiano delle società che non riescono a impiegare benchmark adeguati o che hanno una definizione di performance troppo ristretta. Per esempio Carl Icahn ha individuato in Apple un'inefficienza nell'utilizzo della liquidità. Seppure Apple garantisca ai propri azionisti rendimenti consistenti, avrebbe potuto performare meglio distribuendo più cassa agli azionisti. Icahn, intervenendo e aumentando il confronto sulla definizione della performance, è stato capace di provocare un'azione nella società più grande al mondo. Uno degli argomenti usati dall'attivista Nelson Peltz nella sua campagna contro DuPont era che questa comparava il proprio RTSR rispetto ad un insieme di competitor che non rappresentavano in modo veritiero le proprie comparabili.

I consigli di amministrazioni hanno l'opportunità di "superare" gli attivisti coinvolgendoli in comunicazioni più profonde sulla "performance". *[?interviste ad una corporate o ad un advisor per confermare la presenza o meno di una discussione abbastanza rigorosa, tra il CdA e il management, sulla definizione del "successo" aziendale, e quali siano le metriche usate per guidare la strategia aziendale, oltre al raggiungimento di un EPS prestabilito].*

¹⁷¹ Roberta Romano, Yale Law School: *"Less is More: Making Institutional Investor Activism A Valuable Mechanism of Corporate Governance."*

Nickolay M. Gantchev, University of Pennsylvania: *"The Cost of shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model"*

¹⁷² Gantchev, *Supra nota 82*, ha condotto uno studio dal 2000 al 2007 dove ha stimato che il costo di una battaglia di deleghe è di \$10,5 milioni.

In aggiunta, i CdA dovrebbero avere precise conversazioni su come bilanciare le richieste degli attivisti che presumibilmente hanno un'agenda di breve termine, intenzionati a estrarre valore contro gli interessi degli azionisti di lungo periodo e decisi a vendere la partecipazione subito dopo. Se si considera che i gruppi di azionisti sono eterogenei e hanno diversi orizzonti temporali, la discussione su quale sia il periodo giusto potrebbe essere particolarmente difficile per un CdA. Ad esempio, tagliare le spese di ricerca e sviluppo può contribuire a un aumento dei profitti nel breve periodo, a spese della crescita di lungo periodo.

Per capire cosa succede quando gli attivisti hanno un orizzonte temporale inferiore a quello del consiglio di amministrazione, le battaglie di deleghe possono servire come piattaforma di un conflitto che può rivelarsi costruttivo. Se il CdA non è in grado di convincere gli azionisti che il suo orizzonte temporale è "giusto", allora gli azionisti hanno il diritto di escludere il CdA ed essere ascoltati, ma allo stesso tempo si assumono i rischi e i costi di essere nel torto. Ulteriori consigli in merito verranno inseriti nelle raccomandazioni esterne.

I CdA dovrebbero periodicamente revisionare l'allocazione del capitale, per assicurarsi che il business della società sia coerente alla definizione della performance, prendendo decisioni per mantenere o vendere asset, per gestire le passività più aggressivamente nel caso in cui la performance possa essere incrementata. *[?interviste ad una corporate per capire quanto spesso il board, che dovrebbe avere una posizione intermedia tra azionisti e management, revisioni le strategie di allocazione del capitale?]*.

I CdA dovrebbero avere risorse aggiuntive per portare a termine la loro agenda. Gli amministratori tipicamente sono spinti in più direzioni da richieste diverse, e sono spesso all'interno di diverse società. In media, un membro del CdA di una *public company*, investe solo venti giorni all'anno nel suo lavoro da amministratore¹⁷³. In aggiunta a questi vincoli, esistono asimmetrie informative tra i membri del consiglio e il management, che sono difficilmente risolvibili.

I consigli ricevono la maggior parte delle loro informazioni dai manager, che potrebbero aver filtrato e rappresentato le informazioni per far sì che gli amministratori fossero d'accordo con le loro proposte. Possiamo ritenere che questi problemi legittimino un aumento delle risorse destinate agli amministratori, per svolgere più analisi, al fine di ridurre le asimmetrie informative e gli incentivi alla manipolazione delle informazioni. Questo obiettivo potrebbe essere raggiunto attraverso l'incremento di amministratori indipendenti, che si dedichino completamente alla società, a tempo pieno. Oppure che il consiglio si avvalga di un team in grado di formulare valutazioni e strategie indipendenti, con l'esplicito scopo di creare una risposta immediata alle minacce attraverso un ulteriore canale informativo.

I team indipendenti dovrebbero essere designati dal CdA ed essere responsabili solo nei confronti dello stesso. Al fine di provvedere analisi abbastanza dettagliate da generare valore per gli amministratori e il management, questi team dovrebbero avere accesso alle informazioni interne. I consigli dovranno trovare un

¹⁷³ Barton and Wiseman, Febbraio 2015. "Where Boards Fall Short" HBR

equilibrio tra indipendenza e accesso alle informazioni private, equilibrio che, seppur difficile, può garantire opinioni indipendenti e di valore.

2. Per il consiglio di amministrazione: azioni esterne

Il ruolo del CdA è di rappresentare gli azionisti come “*steward*¹⁷⁴” interni alla società. Le precedenti raccomandazioni erano orientate a ridurre le asimmetrie informative tra gli amministratori e il management di una società. Le raccomandazioni di questa sezione suggeriscono attività aggiuntive che il CdA può adottare, per incrementare strutturalmente la condivisione di quelle informazioni utili per le decisioni di investimento. La condivisione delle informazioni di minor interesse è insufficiente a ridurre la probabilità di un attacco attivista:

- Il CdA dovrebbe creare una struttura capace di migliorare la comunicazione con i propri azionisti. Un piano di coinvolgimento dovrebbe includere un dialogo e degli incontri con gli analisti, incontri *one-to-one* con gli investitori, lettere agli azionisti, *investor day* e procedure di raccolta deleghe trasparenti.
- Gli amministratori dovrebbero essere incoraggiati e capaci di essere un tramite diretto tra gli azionisti e il management. Agli amministratori indipendenti dovrebbe essere permesso di partecipare attivamente agli incontri con gli investitori rilevanti. L'amministratore delegato e il dipartimento di Investor Relations non dovrebbero essere l'unico punto di contatto con gli azionisti. Se i manager dovessero avere un mandato inferiore rispetto a quello degli amministratori, una volta usciti le loro conoscenze andrebbero perse. Diversi studi hanno riscontrato una preoccupazione da parte del management riguardo alla possibile fuoriuscita di informazioni riservate da parte degli amministratori indipendenti. Gli attivisti richiedono di essere ascoltati “attivamente”, anche se non necessariamente dagli amministratori¹⁷⁵.
- Una terza raccomandazione è che il consiglio dovrebbe essere maggiormente coinvolto nel modo di comunicare esternamente i parametri adottati e le decisioni intraprese. I consigli di amministrazione dovrebbero assicurare che i parametri di una corretta performance aziendale vengano comunicati agli azionisti. Il consiglio dovrebbe inoltre monitorare il dialogo con gli azionisti per assicurare un alto livello di trasparenza e precisione riguardo ai segnali trasmessi agli investitori.

Considerare strategicamente il ruolo del consiglio di amministrazione nella comunicazione esterna dovrebbe garantire alla società di realizzare il proprio potenziale di lungo periodo. Se non si offrono occasioni di riflessione strutturate con gli investitori, le società rimarranno possibile bersaglio degli attivisti, anche quando ingiustificato. Inoltre, le società dovrebbero riconoscere che un numero sempre maggiore di investitori sta adottando una comunicazione aperta. Un esempio è costituito dall'AD di Blackrock, Larry Fink, che ha scritto 500

¹⁷⁴ Per ulteriori approfondimenti si veda Jerry VanSanti, RTI: “*Governance as Stewardship: Decentralization and Sustainable Human Development.*”

¹⁷⁵ Nel 2003, la SEC ha pubblicato un regolamento che permette agli amministratori di parlare direttamente agli azionisti.

lettere ad amministratori delegati, esortandoli a non compromettere il valore di lungo periodo delle loro società e di valutare più attentamente le richieste dei loro azionisti per incrementare i buyback e i dividendi¹⁷⁶. In un periodo che va dai sette ai dieci anni, un consiglio di amministrazione dovrebbe essere in grado di sviluppare una relazione con gli investitori istituzionali, simile a quella di un cliente con i propri fornitori. Storicamente gli investitori istituzionali detenevano partecipazioni azionarie limitate, e qualora entravano in disaccordo con il rendimento della società, vendevano semplicemente le azioni. Assistiamo ad un cambiamento nei comportamenti di alcuni investitori istituzionali, che assumono posizione di lungo termine. Ciò impone di mantenere la loro soddisfazione attraverso dialoghi regolari¹⁷⁷.

3. Per il management: azioni interne

Sulla base delle nostre ricerche la raccomandazione per il management, e in particolare per l'amministratore delegato, è di rispondere prontamente con un forte impegno in termini di *shareholder engagement*, volto a soddisfare le esigenze e le aspettative degli azionisti. È opportuno supportarne il coinvolgimento attivo con la realizzazione di documentazione specifiche e incontri dedicati, in particolare nei mesi che precedono l'assemblea della società¹⁷⁸.

Allineare la cultura aziendale interna a un principio di "porta-aperta", permette un ascolto e un riconoscimento più approfondito degli azionisti, facilita l'adozione di migliori metriche di performance e di difese contro gli attivisti, anche nel caso in cui gli investitori adottino un comportamento aggressivo. Inoltre consente una più chiara valutazione delle proposte di valore avanzate dagli azionisti. Tale cambiamento potrebbe essere guidato da una figura di spicco del management o del CdA, ma la nostra raccomandazione è che l'agente del cambiamento sia l'AD stesso.

Il principio di "porta-aperta" è anche collegato ad una condivisione interna delle informazioni. Le culture aziendali in cui la prospettiva esterna è benvenuta si sono dimostrate capaci, al loro interno, di avere un canale informativo aperto. Questo flusso di informazioni è apparso legato alla cultura e finalizzato alla comunicazioni strategiche e tattiche all'interno della società. Le società "aperte" sembra siano riuscite a limitare le asimmetrie informative interne tra il CdA e il management, pratica che possiamo ritenere creatrice di valore.

Le interviste agli investitori attivisti¹⁷⁹ hanno evidenziato che il miglior comportamento adottabile dal management è di preparare la società al coinvolgimento esterno. Il management può assumere una posizione di potere all'interno della relazione con gli attivisti quando accetta l'inevitabilità di un intervento attivista e offre una prima risposta pacifica. Gli attivisti vogliono, nella maggioranza dei casi, impegnarsi con modalità non aggressive ma ricoprire un chiaro ruolo nel processo decisionale, anche se in una semplice posizione di influenza esterna. In

¹⁷⁶ Andrew Sorkin, 13 Aprile 2015, *Dealbook New York Times*

¹⁷⁷ *Supra nota 81*

¹⁷⁸ *Finmeccanica, Relazione Corporate Governance 2016*

¹⁷⁹ *Supra nota 49. Cesare Zucchini, Londra ottobre 2016; Intervista a tre vice presidenti di un hedge fund attivista con sede in Inghilterra (i nomi, per riservatezza, non vengono divulgati)*

mancanza di un chiaro ruolo, invece, gli attivisti intervistati ritengono di dover considerare anche un atteggiamento ostile.

Una cultura aziendale “aperta” migliora inoltre la percezione della società e delle sue decisioni da parte degli azionisti non attivi.

Un suggerimento per favorire la crescita di questa cultura è quello di utilizzare l’amministratore delegato come portatore del cambiamento. L’AD avrà bisogno di comunicare e far comprendere i benefici di un simile approccio attraverso tre fasi: (1) preparare il management condividendo le insidie che potrebbero derivare da uno scarso *shareholder engagement*; (2) utilizzare risorse per sostenere lo *shareholder engagement*, incluso l’utilizzo della relazione agli azionisti, per riconoscere il ruolo che gli *outsider* hanno nel processo decisionale; e (3) aumentare la comprensione e la discussione sul coinvolgimento degli attivisti attraverso l’uso di *case study*, capaci di evidenziare sia gli aspetti positivi che i potenziali negativi.

4. Per il management: azioni esterne

Il management di una public company dovrebbe tentare di coinvolgere tutta la compagine azionaria. Le campagne attiviste si trasformano spesso in veri e propri combattimenti, qualora gli attivisti ritengano che la società non sia disposta ad ascoltare nuove idee o esista la percezione di poter persuadere gli investitori delle proprie idee. Le società che si limitano a rispondere ai requisiti minimi di *disclosure*, ritenendo gli incontri con gli azionisti delle superflue distrazioni, falliscono spesso nell’attrarre le migliori idee. Probabilmente seguono strategie non in linea con gli interessi dei proprietari, e favoriscono di conseguenza il successo degli attivisti.

La funzione di Investor Relation¹⁸⁰ può rivestire una posizione strategica simile a quella del direttore operativo o del direttore finanziario, riferendo direttamente all’amministratore delegato che in tal modo può controllare attivamente la strategia di comunicazione con gli investitori. La funzione IR può essere efficacemente svolta da un manager *senior* della società, con una profonda conoscenza dell’impresa. La società beneficia dall’aver uno dei suoi dirigenti più capaci in contatto diretto con gli investitori, in grado di rispondere alle loro domande, aumentando così la sicurezza di chi conferisce capitale.

Lo scopo della funzione IR deve essere di attrarre e far crescere un insieme di investitori che comprendono e accettano le misure di performance e gli obiettivi della società. Sarebbe troppo semplice affermare che una società debba ricercare una base composta solo da investitori di lungo periodo. Il nuovo paradigma prevede un insieme misto di “stili” d’investimento e l’azienda deve essere in grado di occuparsi di tutta la compagine azionaria. Il management deve lavorare assieme all’IR per interagire con gli azionisti nei diversi contesti (*conference call*, conferenze, incontri, *webinar* etc.) non con il solo intento di trasmettere la prospettiva interna e le ultime notizie, ma per creare un coinvolgimento e un confronto. Il management deve seriamente impegnarsi per

¹⁸⁰ L’Investor relator (IR) è il soggetto incaricato da una Società quotata della gestione dei rapporti con investitori e intermediari. Per un approfondimento: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/investorrelator.htm

attrarre le migliori idee dalla compagine azionaria. L'ascolto attivo e una piena considerazione delle proposte che possono creare valore rassicura chi investe.

La leadership aziendale deve porre grande attenzione alla qualità delle comunicazioni e al dialogo con gli investitori, poichè una semplice rendicontazione finanziaria non è sufficiente a spiegare e a convincere gli azionisti della direzione strategica perseguita. Una inefficace comunicazione crea un clima all'interno del quale l'attivista può facilmente contestare la competenza e l'efficacia del management in carica. Una buona pratica per il management è fornire con trasparenza informazioni sulle decisioni chiave intraprese dalla società, su alternative considerate e rigettate, su motivazioni sottostanti. Ciò rassicura gli investitori e li aiuta a comprendere le modalità attraverso le quali vengono prese le decisioni. Permangono naturalmente informazioni sensibili che non è opportuno rivelare al pubblico, ma una maggiore comprensione del processo decisionale nella selezione degli investimenti è sufficiente a soddisfare la maggioranza degli investitori.

Inoltre la comunità di investitori deve comprendere quale concezione di performance ha la società e quali sono le metriche che utilizza per misurarla. Rivalutare le logiche delle decisioni passate e fornire una maggiore trasparenza sui loro risultati può fornire inoltre indicazioni su come la società continuerà a valutare e a migliorare la propria performance nel tempo.

Considerazioni sulle best practice

A questo punto è lecito chiedersi se è l'adozione di un insieme di queste raccomandazioni sia preferibile al singolo utilizzo dell'una o dell'altra. In considerazione del coordinamento richiesto al management, del tempo e dell'attenzione che altre priorità richiedono ai dirigenti di una società, l'approccio contemporaneo a diversi cambiamenti può spaventare. Per i manager e gli amministratori che attualmente non sono impegnati in nessuna delle attività sopra esposte, questa può essere una valida preoccupazione. Tuttavia, la maggior parte delle società quotate in Italia segnalano, attraverso i propri dipartimenti IR&SRI, di essere impegnati in una o più delle attività raccomandate. Ulteriori ricerche potranno misurare l'efficacia conseguente all'adozione di ognuna delle attività proposte sulla performance. Per le finalità di questo lavoro di tesi, le prossime sezioni forniranno un pensiero preliminare, basato sulle interviste con società che hanno una storia di coinvolgimento di azionisti attivi.

Al fine di realizzare pienamente i benefici delle azioni proposte, possiamo ritenere necessario per una società, impegnarsi in tutte e quattro le dimensioni. Le raccomandazioni non sono da intendersi come semplici accorgimenti, ma vogliono fornire un sistema con il quale una società può creare un atteggiamento rivolto ai problemi di agenzia che gli attivisti stanno cercando di correggere. Esiste una pluralità di metodi per determinare l'efficacia che deriva dall'implementazione dell'insieme delle attività proposte. Il metodo più diretto è identificare gli effetti dell'assenza di una tra le pratiche proposte.

I seguenti punti dimostrano l'importanza di avere sia un management che un CdA impegnati nel comprendere e comunicare con efficacia, tra di loro e con il pubblico degli investitori.

- CdA: azioni interne – Definizione della performance

In assenza di una rigorosa discussione interna sulla performance e sulle metriche utilizzate, è molto difficile per la società autovalutarsi e posizionarsi rispetto al gruppo di comparabili. Eventuali conflitti interni sul concetto di performance possono distorcere i messaggi percepiti dagli azionisti. Il management può trovarsi in una situazione nella quale esegue una strategia con successo, ma ottiene risultati che non sono in linea con gli interessi degli azionisti. Questo è il punto fondamentale delle nostre raccomandazioni, in quanto è la definizione di performance che guida la compagnia e le decisioni degli investitori. L'assenza di un chiaro concetto di performance crea la più grande asimmetria informativa tra l'AD, gli amministratori e i soggetti esterni, lasciando spazio all'insorgere di quei problemi di agenzia che gli attivisti cercano di correggere.

- CdA: azioni esterne – Comunicazione diretta con gli azionisti

Uno degli obiettivi principali degli azionisti è il consiglio di amministrazione, poiché eletto direttamente da loro e in grado di cambiare la direzione strategica della società. Per tale motivo è importante che il CdA riesca a comunicare direttamente con gli azionisti, al fine di capire e rappresentare i loro interessi. Difficili decisioni strategiche e metriche di valutazione diverse da quelle dei propri comparabili e diverse dalla visione di alcuni azionisti, devono essere comunicate e spiegate a tutti gli investitori. In alternativa gli attivisti continueranno a richiedere un cambiamento nella direzione e a mettere in discussione le azioni intraprese. La funzione IR è in grado di fornire benefici sostanziali, tuttavia è indispensabile un'efficace comunicazione del CdA per rafforzare la credibilità e una perfetta coesione tra CdA e IR.

- Management: azioni interne – Cultura aperta

Per comunicare e valutare efficacemente le misure di valutazione della performance, internamente ed esternamente, il management deve adottare una cultura di maggiore trasparenza. Una misura della performance che bilanciata gli obiettivi di breve termine con quelli di lungo periodo migliorerà la trasparenza e l'apertura del flusso informativo. Flusso informativo senza il quale la qualità dell'informazione per gli investitori diminuirà, aumentando le probabilità di scetticismo, e permettendo agli attivisti di inserirsi con una visione alternativa. La trasparenza ridurrà infine le asimmetrie informative tra il management e il CdA, permettendo agli amministratori di rappresentare gli interessi di tutti gli azionisti.

- Management: azioni esterne – Comunicazione strategica

La definizione e la comunicazione della performance societaria rispetto ai comparabili, è un grande passo verso la diminuzione delle asimmetrie informative e dei problemi di agenzia tra gli *insider* e gli investitori, motivo per cui la società deve riconoscere il valore strategico dell'*Investor Relation*. Coltivare la fiducia e la relazione con investitori informati, è il miglior modo per assicurare all'impresa il tempo necessario per portare a termine quelle azioni che potrebbero avere risultati incerti o che richiedono un lungo periodo. Una società che fallisce nel rendere strategico l'IR è aperta a fraintendimenti sulla propria

comunicazione, esponendosi alle pretese di quegli attivisti in grado di presentare una proposta convincente. Anche i migliori piani hanno bisogno di essere strategicamente condivisi all'esterno, per essere accettati ed eventualmente corretti alla luce delle migliori idee e delle nuove proposte.

Le quattro raccomandazioni sopra esposte si completano a vicenda in un tentativo di prevenire quei problemi di agenzia che lo *shareholder activism* cerca di correggere. Un corretto bilanciamento tra azioni interne ed esterne, intraprese sia dagli amministratori che dal management, è richiesto per ridurre le asimmetrie informative, per comunicare e mettere in atto una strategia in grado di realizzare quel livello di performance che gli azionisti sono disposti ad accettare.

3.3.1.2 L'offesa è la miglior difesa

Non c'è miglior difesa contro l'attivismo di un'alta performance sul prezzo di mercato. Come, a questo punto della tesi è già stato sottolineato, uno dei principali criteri che gli attivisti valutano quando selezionano le società obiettivo è una continua sottorappresentazione del rendimento delle società comparabili o del mercato nel suo insieme. Una scarsa performance indebolisce il management in carica e conferisce alle proposte degli attivisti un più facile approccio al pubblico.

Una robusta performance, tuttavia, non rende immune una società dall'essere oggetto di una campagna attivista. Infatti anche le società con rendimento superiore al mercato sono state prese di mira: la figura 1 mostra che circa un terzo delle società target presentavano l'anno antecedente al coinvolgimento attivista, un rendimento superiore al mercato di riferimento.

Un attivista può lanciare una campagna con l'intenzione di cooperare, evidenziando come il management abbia fatto un ottimo lavoro nel creare valore per gli azionisti, ma anche come questo possa essere reindirizzato. In questo tipo di campagne, il management potrebbe essere incoraggiato ad assumere un comportamento più aggressivo sulla distribuzione del capitale, cambiando la strategia societaria o monetizzando gli asset.

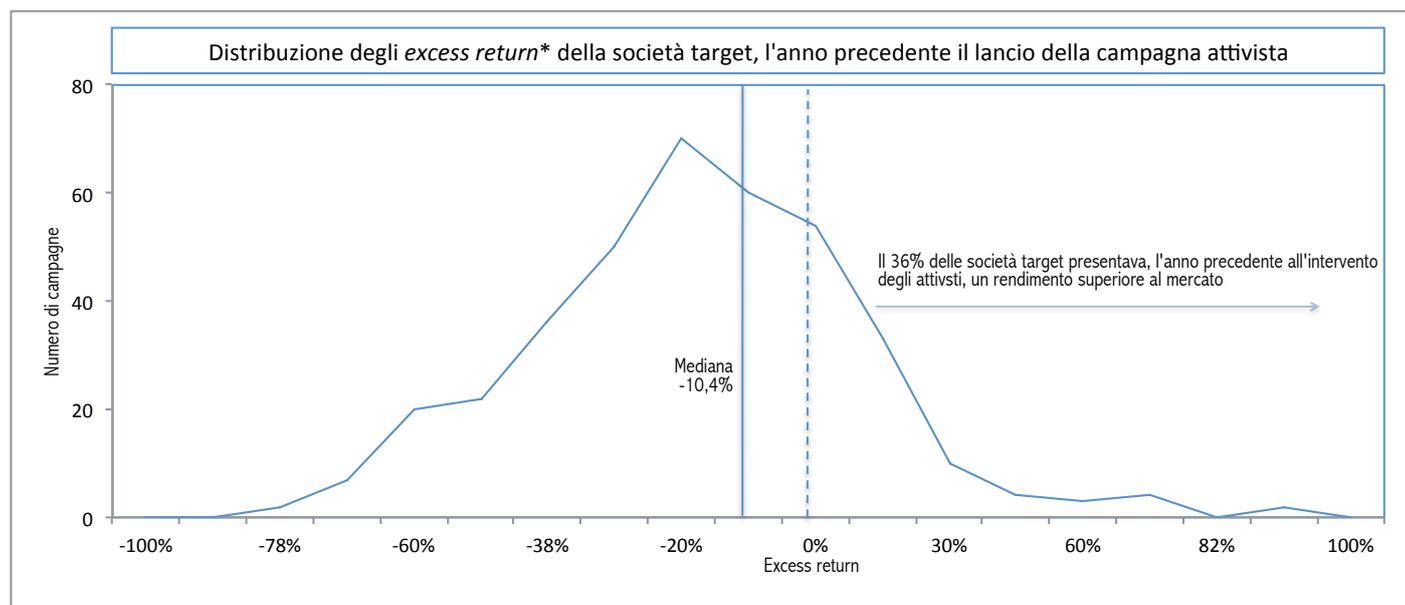


Figura 9

Fonte: SharkRepellent, FactSet.

Il campione rappresenta, al giorno dell'annuncio di una campagna attivista, le società obiettivo nel periodo 2009-2014, con una capitalizzazione di mercato superiore ai \$500 milioni.

*Misura di performance definita dal rendimento della società al netto del rendimento di mercato di appartenenza: TSR-S&P 500. Si veda figura 5 per la determinazione del TSR.

La strategia più efficace per le società che devono difendersi contro lo shareholder activism è cambiata sostanzialmente dalla fine della crisi finanziaria.

Prima, le società rispondevano alle pressioni degli attivisti usando le stesse tattiche impiegate per respingere un'offerta ostile, rifiutando un coinvolgimento diretto, implementando le cosiddette *poison pills* o addirittura ignorando del tutto gli attivisti. In passato, era prassi comune non prendere sul serio l'attivista finché la sua partecipazione non avesse raggiunto il 5%¹⁸¹ (soglia di *disclosure*¹⁸² negli US, le percentuali degli altri paesi sono raffigurate in figura 2), con la convinzione che le loro richieste non meritassero attenzioni.

Nella figura 2 è descritto come le *best practice* si siano evolute nel corso degli ultimi anni. Il messaggio principale che si vuole consegnare alle società obiettivo degli attivisti è che devono saper coinvolgerli ed essere meglio preparate per farlo. È quindi più produttivo farsi coinvolgere dagli attivisti piuttosto che tentare di schivarli completamente. Inoltre, come già ribadito, è opportuno che le società valutino i potenziali attacchi attivisti prima che questi si presentino. Le società interessate dal fenomeno dello *shareholder activism*, devono per prima cosa riconoscere che una campagna attivista è diversa da ogni tipologia di critica alla strategia o al management che potrebbero aver gestito in passato. Mentre i giudizi riguarderanno la strategia aziendale, l'allocazione del capitale o l'efficacia del management, le campagne attiviste di oggi sono complesse competizioni di *public relation*, combattute per la conquista del supporto della compagine azionaria.

181 Richard Hall, *United States of America, Takeover Guide* (Cravath, Swaine & Moore LLP)

182 *Supra* figura 2

| Vecchia strategia | Nuova strategia |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Ignorare le partecipazioni non rilevanti (generalmente 2-5%, vedi figura 2) | <ul style="list-style-type: none"> • Ascolto critico di ogni investitore, a prescindere della dimensione della sua partecipazione. • Impegnarsi attivamente per comprendere la posizione dell'attivista |
| <ul style="list-style-type: none"> • Trattare un'attivista al pari di un acquirente ostile | <ul style="list-style-type: none"> • Valutare oggettivamente le proposte degli azionisti |
| <ul style="list-style-type: none"> • Difendere la strategia aziendale | <ul style="list-style-type: none"> • Implementare il cambiamento se in linea con la creazione di valore nel lungo periodo |
| <ul style="list-style-type: none"> • Implementare misure difensive | <ul style="list-style-type: none"> • Identificare attivamente il voto degli azionisti • Anticipare la risposta dei proxy advisor • Valutare i pro e i contro di potenziali accordi e concessioni |
| <ul style="list-style-type: none"> • Rigettare affermazioni e raccomandazioni dei comunicati stampa | <ul style="list-style-type: none"> • Contestare laddove necessario, negli interessi di tutti gli azionisti |
| <ul style="list-style-type: none"> • Ignorare gli attivisti o rispondere genericamente | <ul style="list-style-type: none"> • È necessaria una robusta strategia di <i>public relation</i> per avere successo |
| <ul style="list-style-type: none"> • Evitare o limitare le interazioni tra gli attivisti e il management/CdA | <ul style="list-style-type: none"> • Prevedere un accesso al senior management o al consiglio di amministrazione, quando ritenuto appropriato |
| <ul style="list-style-type: none"> • Limitare il coinvolgimento in una campagna attivista alla funzione IR | <ul style="list-style-type: none"> • I ruoli chiave nell'organizzazione aziendale dovrebbero essere coinvolti attivamente. • Gli amministratori, il management e la funzione di Investor relator, devono presentare un unico messaggio |
| <ul style="list-style-type: none"> • Reattiva: preparare una risposta all'attivismo solo dopo essere diventati target | <ul style="list-style-type: none"> • Rendere la difesa dall'attivismo una pratica regolare all'interno del dialogo tra management e CdA • Coinvolgere gli advisor in anticipo, per essere al corrente sugli argomenti e le strategie degli attivisti |

Figura 10

Fonte: J.P. Morgan

3.3.1.3 Esternalità

Più recentemente, diverse ricerche hanno esaminato come la “minaccia” di un intervento attivista abbia avuto delle ripercussioni sul management di società non-target. Fos¹⁸³, studiando le raccolte di deleghe, ha dimostrato che la semplice minaccia, misurata come probabilità di diventare obiettivo, produce gli stessi effetti che sarebbero prodotti da una vera battaglia di deleghe. Perché le società sotto “minaccia” instaurano una serie di misure preventive, come l’incremento di *payout* e la leva finanziaria, la riduzione degli investimenti, un veloce ricambio dell’amministratore delegato e un esame attento del suo stipendio.

Un altro autore, Ganchev¹⁸⁴, ha condotto analisi simili in riferimento agli hedge fund attivisti, riscontrando che è più difficile per i manager proteggersi dall’attivismo attraverso l’uso di strumenti tradizionali come le *poison pills*. I manager tentano piuttosto di difendere le proprie società attraverso misure preventive, rivolte ad aspetti percepiti come loro punti deboli. All’aumentare della minaccia attivista, le società implementano le stesse risposte che disporrebbe una società divenuta target, migliorando di conseguenza l’utilizzo degli asset, riducendo le spese di capitale e incrementando i *payout* e la leva finanziaria. Zhu¹⁸⁵, ha riscontrato gli stessi effetti, ma con un incremento nella performance operativa.

Riassumendo, la minaccia dell’intervento attivista produce delle esternalità positive nelle società non-target. Conclusione in linea con le evidenze¹⁸⁶ che vedono manager e professionisti alla ricerca di un’auto-correzione, qualora preoccupati di diventare target di un attivista.

¹⁸³ Vyacheslav Fos and Margarita Tsoutsoura, *Journal of Financial Economics* (2014): *Shareholder democracy in play: Career consequences of proxy contests*

¹⁸⁴ Ganchev Alexander, gennaio 2015: “*Institutional characteristic of hedge fund*”

¹⁸⁵ Heqing Zhu, novembre 2013: “*The Preventive Effect of Hedge Fund Activism*”

¹⁸⁶ Wei Jiang, Columbia University: “*Recent advances on research on hedge fund activism: Value creation and identification*”

3.3.1.4 *Poison pills: conseguenze pratiche*

Le strategie difensive anti-takeover, dallo *staggered board* alle *poison pills*¹⁸⁷, non sono utili contro gli attivisti tanto quanto lo siano contro i tentativi di scalata ostile. La principale tattica offensiva di un attivista è guadagnare il supporto degli altri azionisti, particolarmente degli investitori istituzionali, al fine di influenzare la società nel perseguire il cambiamento. Dato questo approccio, i tradizionali metodi di difesa contribuiscono in misura minima nel prevenire che gli attivisti raggiungano questo supporto. In questo contesto, un esaustivo e dettagliato piano di comunicazione rivolto agli attuali azionisti, che enfatizzi come l'attuale strategia societaria sia la più efficace per la creazione di valore, fornisce la miglior opportunità di avere successo nel respingere una *activist campaign*. Come abbiamo già descritto, è critico per qualsiasi società instaurare un dialogo con gli *shareholder activist*, e tutti (AD, *investor relations*, direttore affari legali e il presidente del CdA) devono agire di concerto con una sola voce, in pubblico come nelle interazioni private con gli attivisti.

Nel corso di una scalata ostile, una società assiste a un trasferimento del controllo, che porterà l'azienda a perdere la sua indipendenza, e agli azionisti la loro capacità di influenzarla. Le *poison pills* forniscono quindi uno strumento idoneo, a disposizione di un consiglio di amministrazione indipendente, per prendere delle decisioni più sobrie e con obiettivi di lungo termine rivolti alla creazione di valore.

Ma con lo *shareholder activism*, il problema riguarda la direzione futura della società, non l'eliminazione degli azionisti dalla società stessa. La futura indipendenza della stessa non è quindi il problema principale. Sebbene gli argomenti possano essere diversi, lo *shareholder activism* è oggi tanto discusso quanto le scalate lo erano negli anni ottanta. I critici dell'attivismo sostengono che gli azionisti attivi costringano le società ad adottare azioni orientate al breve periodo¹⁸⁸ che possono danneggiare gli interessi di lungo periodo, sia degli azionisti che della società. Nonostante i più recenti studi confermino la capacità dell'attivismo di creare valore di lungo periodo all'interno delle società target, le ricerche effettuate non sono definitive. Il dibattito continua, e si concentra sulla possibilità che questo nuovo fenomeno porti le stesse minacce di una scalata ostile. Permane però una chiara differenza: l'attivismo è rivolto all'incremento del valore per gli azionisti, mentre in una scalata ostile lo scopo è la sottrazione di questo valore dagli azionisti.

Il problema sulla gestione degli azionisti attivi sta crescendo perché non tutti i loro interventi sono uguali: mentre alcuni sono legittimamente orientati a incrementare la performance e l'efficienza operativa, altri sono portati avanti da attivisti convinti di poter gestire la società meglio di quanto lo stiano facendo i dirigenti in carica. Ancora peggio, alcuni interventi sono mirati a implementare un'agenda che non è condivisa dagli altri investitori.

¹⁸⁷ La *poison pill* è una tattica utilizzata dalle società per prevenire o scoraggiare una scalata ostile. Una società target usa questa strategia per rendere le sue azioni meno attraenti o meno facili da acquistare.

¹⁸⁸ Posizione ribadita anche da Larry Fink, nelle sue 500 lettere, con le quali comunicava al management delle rispettive società le sue preoccupazioni circa i dividendi e i buyback effettuati, e della loro capacità di compromettere la futura capacità di creazione di valore per gli azionisti. Andrew Sorkin, 13 aprile 2015, *Dealbook New York Times*, supra nota 87

In realtà, anche le più recenti *activist pill*^{189 190 191} non sono in grado di preservare un CdA in carica dalle lamentele degli azionisti. In pratica, il CdA affronterebbe comunque un sostanziale rischio di perdere la battaglia di deleghe con gli attivisti, nonostante la previsione di misure difensive, la cui adozione non fa altro che aumentare l'esposizione all'intervento degli attivisti.

A seguito di queste considerazioni, in questa tesi riteniamo di confermare che, qualora un attivista cerchi di ottenere il controllo di una società senza pagarne il *control premium*^{192 193}, il consiglio di amministrazione è giustificato a rispondere di conseguenza e ad assumere un atteggiamento difensivo, soprattutto nel caso in cui l'attivista sia alla ricerca di una rendita piuttosto che di un miglioramento nella *corporate governance*.

¹⁸⁹ *Activist pill* è il nome della nuova tattica impiegata in difesa degli attivisti, e consiste in una *low-threshold poison pill*, ovvero in una *poison pill* che va a limitare la partecipazione detenibile da un singolo investitore in una società. La nuova previsione prevede il limite del 20% per gli investitori passivi come i fondi comuni di investimento, e del 10% per gli azionisti attivi.

Per una revisione più completa di come si sono evolute le misure difensive sviluppatesi negli anni 80 in difesa delle scalate ostili, si veda: William W. Bratton, University of Pennsylvania Law School, "Hedge Fund Activism, Poison Pills, and the Jurisprudence of Threat"

¹⁹⁰ *Two-tiered pill*. Vedere Gardner Davis, Delaware's New Pill, *Institutional Investor's Alpha* (novembre 2013) <http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3282045/Icahn-Inspires-Another-Poison-Pill.html>.

¹⁹¹ Agustino Fontevecchia, *Truce! Dan Loeb's Third Point Gets 3 Board Seats, but Sotheby's CEO Bill Ruprecht Stays on Board*, *Forbes* (5 maggio 2014, 12:49) <http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2014/05/05/>.

¹⁹² Il premio di controllo è associato alla presenza dei benefici privati a favore degli azionisti coinvolti nella gestione. Tali benefici sono direttamente traducibili in flussi monetari, oppure riguardano gli "attributi generali" del controllo, vale a dire il potere di decidere gli indirizzi strategici, il poter realizzare operazioni sul capitale richiedere la quotazione in borsa o di cedere l'intero capitale, o una quota di maggioranza sul mercato del controllo.

Il *control premium* o *take over premium*, sono calcolati come gli spread tra i prezzi di Borsa delle azioni di imprese interessate da operazioni di *take over* nel periodo precedente l'annuncio delle operazioni stesse e prezzi offerti dai gruppi entranti.

Per ulteriori approfondimenti, di particolare utilità per la comprensione delle sezioni successive di questo lavoro, si veda: Mario Massari e Laura Zanetti "Valutazione Finanziaria"

¹⁹³ Micheal J. De la Merced & Alexandra Stevenson, *Sotheby's Poison Pill Is Upheld by Delaware Court*, *N.Y. Times* (2 maggio 2014, 10:47) <http://dealbook.nytimes.com/2014/05/02/sothebys-poison-pill-is-upheld-by-court/>.

3.3.1.5 Strategie di comunicazione, proxy contests e azioni legali

Secondo una ricerca di McKinsey, il 73%¹⁹⁴ delle *activist campaign* cominciano in maniera collaborativa, ma il 60% si conclude con una minaccia pubblica, una battaglia di deleghe o un'altra transazione ostile.

Molte campagne cominciano con lettere o comunicazioni verbali dagli attivisti per richiedere che la società intraprenda una qualche scelta strategica, un cambio manageriale o una riforma di *governance* per sbloccare quello che ritengono essere valore "nascosto".

Le *activist campaign* spesso iniziano con una lettera al consiglio di amministrazione, con la quale si critica un particolare segmento aziendale o si suggerisce una migliore linea d'azione¹⁹⁵. Un hedge fund potrebbe anche accumulare silenziosamente una partecipazione per poi, obbligato dalla *disclosure*, segnalare la sua posizione, i suoi obiettivi e le sue critiche. Gli attivisti, frequentemente, espongono una pluralità di richieste che abbracciano diverse categorie di attivismo, richiedendo ad esempio un cambiamento nella strategia insieme a correzioni operative e di bilancio.¹⁹⁶

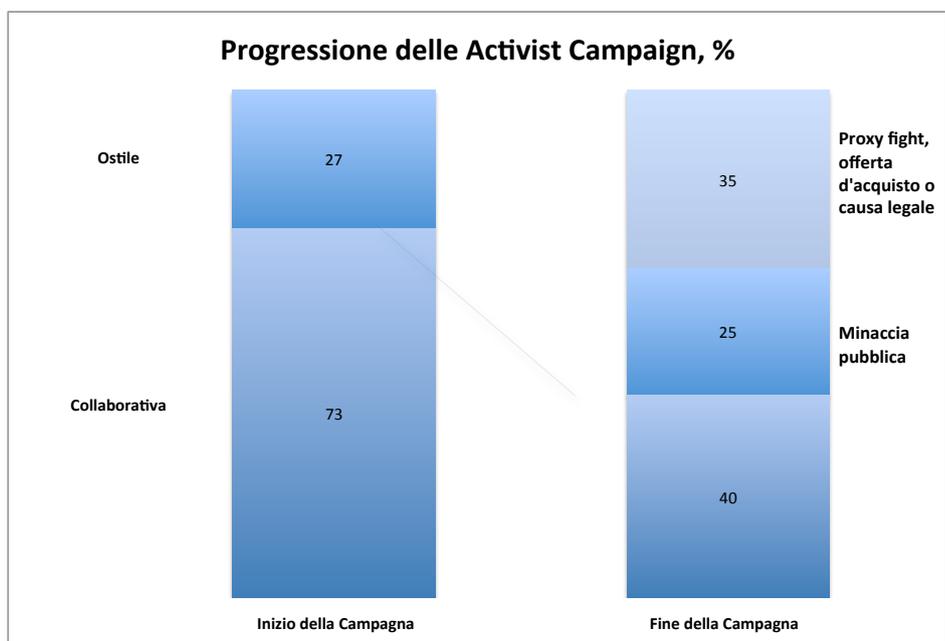


Figura 11

Fonte: Standard & Poor's Capital IQ.

Analisi di McKinsey su un campione di 575 società

¹⁹⁴ Joseph Cyriac, Ruth De Backer, & Justin Sanders, *Preparing for Bigger, Bolder Shareholder Activists*, McKinsey & Company (marzo 2014), http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/preparing_for_bigger_bolder_shareholder_activists-

¹⁹⁵ "Are you prepared for an Activist Attack?", *Fin. Profiles* (19 marzo 2013), <http://www.abmac.com/industry-insight/barbarians-no-more/>

¹⁹⁶ *Ibid*

In molti casi gli attivisti, prima di segnalare le loro intenzioni al management, sono già entrati in contatto con gli investitori e hanno già sviluppato un dettagliato piano per raggiungere i loro obiettivi, ancor prima di esporsi pubblicamente.¹⁹⁷

Gli attivisti che definiscono ex ante il loro *price target*, ricevono frequentemente supporto dall'ISS¹⁹⁸¹⁹⁹ e da altre società di *proxy advisor* le quali, spesso, raccomandano di votare in favore delle proposte di cessione degli *asset*.

Questa dinamica si traduce in risultati di successo per gli attivisti. Per esempio, delle 58 campagne attiviste lanciate nel 2012 alla ricerca di rappresentazioni nel CdA, 45 attivisti sono riusciti ad ottenere l'elezione dei propri candidati²⁰⁰. Gli attivisti hanno inoltre riportato nel 2013 di aver vinto il 67% delle battaglie di deleghe intraprese e di aver ottenuto delle concessioni nella maggior parte degli altri casi, dal momento che il management preferisce evitare le spese e l'esposizione pubblica che conseguirebbe da una battaglia di deleghe²⁰¹.

Oltre alle considerazioni precedentemente fatte su come una società possa prevenire il rischio di essere presa come obiettivo di un'*activist campaign*, in caso questa sia rilevata, la società dovrebbe immediatamente attivare un team per valutare la situazione e sviluppare una strategia. Il team dovrebbe includere il senior management, i membri del CdA e dell'*investor relation*, i consulenti legali e finanziari, una società di pubbliche relazioni e una società di sollecitazione deleghe²⁰². Ricordiamo inoltre che tutte le azioni indirizzate verso gli attivisti dovrebbero essere coordinate dal medesimo team.

Il team incaricato dovrebbe accertare rapidamente le esperienze pregresse dell'attivista, i suoi obiettivi, il livello di supporto da parte di altri azionisti, e le eventuali precedenti collaborazioni tra azionisti e attivista. Dovrebbe valutare inoltre se sia preferibile negoziare un accordo piuttosto che impegnarsi in una dispendiosa battaglia pubblica. Sono molti i casi in cui le società hanno accordato la nomina di consiglieri, aggiunto posizioni al CdA, reso più facile per gli azionisti convocare le assemblee straordinarie, separare la posizione di presidente da quella di amministratore delegato o intrapreso riforme di *governance*. Numerose società hanno eliminato lo

¹⁹⁷ Tom Johnson & Pat Tucker: "Barbarians No More, Abernathy MacGregor", <http://www.abmac.com/industry-insight/barbarians-no-more/>

¹⁹⁸ Le Institutional Shareholder Services (ISS) sono società di proxy advisor, pagate dagli hedge fund e organizzazioni simili per avere indicazioni e supporto sulla gestione, del voto e delle deleghe, nelle assemblee in cui hanno delle partecipazioni.

¹⁹⁹ Negli USA, l'ISS ha il 61% della quota di mercato e Glass Lewis il 36%, il restante è distribuito tra le altre PA, i dati sul mercato europeo non sono disponibili ma, l'ISS è ampiamente riconosciuta come market leader, seguita da Glass Lewis (European Securities and Markets Authority, ESMA 2012)

²⁰⁰ "Are you prepared for an Activist Attack?", Fin. Profiles (19 marzo 2013), <http://www.abmac.com/industry-insight/barbarians-no-more/>

²⁰¹ Tom Johnson & Pat Tucker: "Barbarians No More, Abernathy MacGregor", <http://www.abmac.com/industry-insight/barbarians-no-more/>

²⁰² Rob Swystun, How To Prepare Your Own SWAT Team To Combat Shareholder Activism, Pristine Advisers (6 dicembre 2013), <http://pristineadviser.wordpress.com/2013/12/06/how-to-prepare-your-own-swat-team-to-combat-shareholder-activism/>

staggered board, le *poison pills* e altre misure difensive *anti-takeover* in risposta alle pressioni degli azionisti attivi.

Molte società possono ritenere queste soluzioni accettabili, ma ridurre le difese contro le scalate potrebbe renderle più vulnerabili a futuri attacchi attivisti²⁰³. I critici sostengono infatti che eliminare lo *staggered board* e le altre misure difensive può esporre la società a tentativi di scalata ostile a basso prezzo, con effetti negativi sul valore di lungo periodo²⁰⁴. Ciononostante, le società potrebbero avere poca scelta davanti al consenso, in CdA, che gli attivisti hanno raccolto per richiedere l'eliminazione di queste misure.

Se il team incaricato della gestione della minaccia attivista dovesse ritenere preferibile un approccio conflittuale, sono diversi i percorsi a disposizione. Ricordiamo che il successo degli attivisti dipende solitamente dal supporto ricevuto dagli altri azionisti. Il management dovrebbe considerare di coinvolgere gli altri azionisti che detengono partecipazioni rilevanti, offrendo loro delle concessioni, al fine di prevenire che questi si uniscano agli attivisti.²⁰⁵ Rimane fondamentale che il consiglio di amministrazione e il management trasmettano un unico e stringente messaggio agli azionisti. La società dovrebbe ingaggiare una società di public relation e fornire agli attivisti delle contestazioni convincenti in risposta alle loro critiche. Inoltre, il management dovrebbe considerare di attaccare direttamente l'attivista e, se appropriato, i suoi passati investimenti, soprattutto se le precedenti campagne dell'attivista hanno influenzato negativamente il prezzo delle società target. Mentre le società di *proxy advisor* sono spesso a favore della posizione attivista, il management dovrebbe considerare di impegnarsi per convincere l'ISS e gli altri *proxy advisors* nel supportare la posizione della società. In merito al ruolo svolto da questi soggetti, che offrono professionalmente servizi di consulenza agli azionisti in materia di esercizio dei diritti di voto, una recente letteratura²⁰⁶ è riuscita a verificare quale sia la loro influenza sul voto degli investitori istituzionali. Tali investitori sono infatti spesso criticati per lo scarso attivismo nei confronti delle società quotate; a causa degli elevati costi informativi e altri costi di transazione, sono poco incentivati a svolgere un ruolo attivo nella *governance* delle imprese in cui investono e a monitorare l'operato del management. Nel contesto appena descritto Belcredi è riuscito a dimostrare l'influenza, attraverso una forte correlazione, tra il voto degli investitori istituzionali e le raccomandazioni dei *proxy advisor*. In particolare in Italia, ovvero in un mercato dove il voto degli investitori istituzionali è altrettanto forte, se non più forte, di quello osservato negli Stati Uniti. Ciò è in linea con il rilevante peso, all'interno delle assemblee societarie, di investitori esteri con un portafoglio molto diversificato, che non sono in grado di conoscere in modo approfondito le numerose società in cui investono, a cui

²⁰³ Liz Hoffman, *In Allergan Casa and Others, Hostile Bidders are Making the Most of Firms' Weakened Defense*, *Wall St. J.* (5 agosto 2014, 5:13 pm), <http://online.wsj.com/articles/in-allergan-case-and-others-activist-investors-are-making-the-most-of-firms-weakened-defenses-1408998772>.

²⁰⁴ *Ibid*

²⁰⁵ Si veda Adam Piore, *Responding to Investor Activism*, *Corporate Secretary* (8 maggio 2013) <http://www.corporatesecretary.com/articles/proxy-voting-shareholder-actions/12503/responding-investor-activism/>.

²⁰⁶ M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre: "I proxy advisor e l'attivismo degli azionisti" *Evidenza empirica dal say-on-pay in Italia* (aprile 2015, CONSOB) ISSN 2281-3519

si aggiunge la concentrazione nel nostro listino di società classificabili come medio-piccole, per le quali i costi informativi e di accesso sono più elevati, a decremento del rapporto costi benefici. Tuttavia va specificato che le raccomandazioni delle PA influenzano maggiormente gli investitori istituzionali che non detengono partecipazioni superiori alle soglie di comunicazioni descritte precedentemente (*non-blockholder*), dal momento che questi ultimi sono maggiormente incentivati ad investire in attività di raccolta e analisi delle informazioni societarie.

Qualora la società dovesse decidere di affrontare una battaglia di deleghe, dovrebbe essere preparata a un'intensa attenzione mediatica e ad una valutazione da parte degli investitori su ogni azione e commento fatto in assemblea. Le battaglie di deleghe includono una serie di lettere, dichiarazioni alle autorità di vigilanza, interviste dei media e comunicati stampa, attraverso i quali le parti comunicano le proprie argomentazioni²⁰⁷. La durata media di una battaglia di deleghe è di 45 giorni, all'interno della quale vengono ripetute più fasi dello stesso scontro²⁰⁸. Ancora una volta, un messaggio consistente e unificato è di fondamentale importanza, soprattutto durante questo periodo.

Il team, incaricato a rispondere alla minaccia attivista, potrebbe anche includere un legale, in grado di considerare le potenziali azioni legali. Mentre è difficile intentare una causa legale contro un azionista, le società hanno avviato una varietà di azioni legali contro gli attivisti. Per esempio, le società possono reclamare diritti qualora un attivista non abbia assolto un'informativa completa, una volta raggiunta la soglia di comunicazione. I tribunali, tuttavia, si sono dimostrati riluttanti nel proibire agli attivisti di intentare una battaglia di deleghe, qualora l'attivista avesse integrato le omissioni fatte. La legge americana ad esempio, per le violazioni del 13D prevede una correzione o un 13D supplementare ad integrazione del precedente, in caso di informazioni mancanti o fuorvianti. I tribunali hanno ritenuto che la neutralizzazione o sterilizzazione del diritto di voto non solo è inutile, ma anche iniqua nei confronti dell'azionista acquirente.²⁰⁹

La regolamentazione sull'insider trading potrebbe fornire gli elementi per un ulteriore contenzioso. Sono diversi e recenti i casi in cui vengono intentate cause legali contro quegli azionisti in possesso di informazioni privilegiate riguardanti una specifica transazione²¹⁰. La SEC, ad esempio, vieta a ogni persona in possesso di informazioni non pubbliche, relative ad un'offerta pubblica di acquisto, la possibilità di acquistare o vendere azioni della società target.

²⁰⁷ Rachel Posner, *Anatomy of a Proxy Fight, The Corporate Board* (luglio 2014), <http://www.amstock.com/new/news070114-pdf>.

²⁰⁸ *Ibid*

²⁰⁹ Di seguito vengono elencate le documentazioni riguardanti le cause intentate contro gli azionisti attivi. I giudizi si sono generalmente espressi contro la richiesta di proibire o limitare il voto degli attivisti, proponendo una semplice integrazione per quanto riguarda l'obbligo di disclosure.

“*Bender v. Jordan*”, 439 F.supp. 2d, 179 (D.D.C. 2006)

“*Independence Fed. Savings Bank v. Bender*”, 332 F. Supp. 2d 203, 217-18 (23 agosto 2004)

“*E.ON AG v. Acciona, S.A. No. 06 Civ 8720 (DLC)*, 2007 WL 316874 (S.D.N.Y. 5 febbraio 2007)

²¹⁰ *Allergan, Inc. v. Valeant Pharms. Int'l, inc., Casa No. 8:14-cv-01214-DOC-AN (C-D- Cal 1 agosto 2014)*

Solo occasionalmente però, le società sono in grado di escludere la proposta di un azionista che ha non ha ottemperato alle regole dell'autorità di regolamentazione²¹¹. La tattica di citare in giudizio gli attivisti al fine di escludere le loro proposte, ha minori probabilità di successo se mosse contro un attivista abbastanza rilevante da essere dotato di un apparato legale più sofisticato, il quale difficilmente opererà in conflitto con le regole imposte dall'autorità di regolamentazione sulla presentazione delle proposte. Le società target americane potrebbero anche avvalersi del *HSR Act*²¹² contro gli attivisti, a causa della quale, nel 2012, la Bilgari Holdings ha dovuto pagare \$850,000 per aver dichiarato "passivo" un investimento nel quale ha interagito attivamente con il management²¹³. L'*HSR Act* impone un periodo di attesa per una transazione che eccede una certa soglia, ma fornisce un'esenzione per gli investimenti passivi fino al 10% delle azioni con diritto di voto, se l'acquisizione è compiuta solo a fini di investimento²¹⁴. Se l'investitore intende venire coinvolto attivamente dal management della società, l'esenzione viene esclusa. Le società potrebbero quindi considerare di rivolgersi alle autorità di vigilanza qualora un attivista non abbia rispettato gli obblighi di comunicazione.

3.3.1.6 *Greenmail: shareholder activism e benefici privati del controllo.*

Sempre più gli hedge fund attivisti stanno cercando di rivendere le loro azioni alle società stesse. Nelle ultime parti di questo capitolo si cercherà di dare una risposta sul miglior comportamento da tenere in questa situazione. Attraverso l'analisi dell'evoluzione di questo strumento si cercherà di definire un modello per un "giusto" prezzo di riacquisto delle proprie azioni.

Durante gli anni d'oro per i *takeover*, negli anni ottanta, i già citati *corporate rider* accumulavano una partecipazione abbastanza grande da rendere credibile una minaccia di scalata ostile della società target. In alcuni casi, raggiunta questa posizione, l'acquirente avrebbe interpellato la società target e offerto di far cadere il tentativo di scalata qualora essa stessa avesse ricomprato le sue azioni, ad un significativo premio rispetto al mercato. Dal momento che le società target avevano a disposizione un numero ridotto di misure difensive per respingere offerte ostili e altre transazioni opportunistiche, si ritrovavano nella condizione di accordarsi sul riacquisto delle proprie

²¹¹ Di seguito vengono elencate le documentazioni riguardanti le cause intentate contro gli azionisti attivi: Matt Chiappardi, *Chancery Fast-Tracs Ackman Suit to Force Allergan Meeting*, *Law 360* (27 agosto 2014, 2:51 pm), <http://www.law360.com/articles/571420>

No.11-20921, 2012 WL 2094081 (5th Cir. June 11, 2012)

2012 WL 2094081 at 1

2012 WL 2094081 at 2

J.I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 431-33 (1964)

Shareholder Proposals: Chevedden Wins Two Lawsuits, *The Corporate Counsel* (13 marzo 2014), <http://www.thecorporatecounsel.net/blog/2014/03/shareholder-proposals-chevedden-wins-two-lawsuits.htm>

²¹² *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act of 1976 (HSR Act)*

²¹³ *Bilgari Holdings, Inc. to pay \$850,000 Penalty to Resolve FTC Allegations that it Violated U.S. Premerger Notification Requirements*, *F.T.C.* (25 settembre 2015), <http://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2012/09/bilgari-holdings-inc-pay-850000-penalty-resolve-ftc-allegations>.

²¹⁴ *Ibid*

azioni al fine di convincere l'acquirente ad allontanarsi. Questa pratica prese il nome di "Greenmail", e diversi *corporate rider* hanno trovato questa opzione più semplice e profittabile della scalata stessa.

Alcuni dei consiglieri delle società target, che hanno pagato le *greenmail*, hanno subito cause legali dai propri azionisti con l'ipotesi che lo scopo fosse il radicamento del management e soprattutto che il pagamento fosse eccessivo. Tuttavia, i tribunali erano soliti sostenere la decisione del CdA di pagare le *greenmail*, considerandola una risposta ragionevole di fronte alla minaccia di una scalata coercitiva. Ciò nonostante, ci furono diffuse proteste su questa pratica da parte delle società target e degli investitori istituzionali. Le leggi americane furono le prime a promulgare una serie di leggi per proibire o limitare i pagamenti di *greenmail*²¹⁵. In più, le società cominciarono a sviluppare misure difensive sempre più efficaci contro i tentativi di *takeover*, rendendo la *greenmail* modalità di difesa non più necessaria. Alla fine degli anni ottanta, le *greenmail* furono "archivate" così come i *takeover* cominciarono a sparire.

Sebbene le *greenmail* siano largamente scomparse dallo scenario dei *takeover*, la recente esplosione dello *shareholder activism* da parte degli hedge fund ha riportato alla luce un fenomeno collegato, che potremo chiamare "*hushmail*". Questo termine è stato coniato da Ross Perot nel 1986, per descrivere l'offerta ricevuta da General Motors per ricomprare le sue azioni a un premio, in cambio del suo accordo per smettere di pubblicare critiche contro il management della GM.

Come abbiamo precedentemente illustrato, in alcuni casi gli hedge fund attivisti cominciano le loro campagne pubbliche contro una società comprando una partecipazione rilevante per poi "provocare" uno o più cambiamenti, riacquisto di azioni, dividendi straordinari, vendita di non-core asset o l'intera vendita della società. Esiste spesso un'implicita o esplicita minaccia di intraprendere una battaglia di deleghe per rimuovere alcuni o tutti i consiglieri dal CdA o altri membri del management se le loro richieste non sono accordate. In ultimo, l'attivista potrebbe ricevere una o più posizioni nel CdA della società target, attraverso un accordo tra le parti o attraverso l'assemblea degli azionisti.

Possiamo ora ricollegarci e approfondire la fase IV della sezione 3.1 (le conseguenze del conflitto), dove a seguito delle attività svolte, l'attivista potrebbe desiderare di uscire dall'investimento.

Qualora l'azionista dovesse vendere in blocco le sue azioni sul mercato, il prezzo realizzato dalla vendita potrebbe essere sensibilmente più basso. La situazione diventa ancora più difficile per gli attivisti che hanno ottenuto dei posti all'interno del CdA, dal momento che le norme sull'*insider trading* potrebbero significativamente ridurre la loro capacità di disporre delle azioni.

Al fine di uscire rapidamente e al più alto prezzo possibile, gli attivisti a volte ricercano il riacquisto delle proprie azioni da parte della società target. Il prezzo di buyback è di solito leggermente inferiore al prezzo di

²¹⁵ In risposta alle diffuse proteste sulle *greenmail* negli anni '80, molti stati, incluso New York, Ohio e Pennsylvania, adottarono una serie di leggi per proibire il pagamento di una *greenmail* senza un consenso imparziale da parte dei detentori delle azioni. Inoltre il congresso modificò l'*Internal Revenue Code* per imporre una tassazione al 50% sul pagamento di determinate *greenmail*.

mercato corrente, mentre occasionalmente è a premio. All'interno dei termini di acquisto, potrebbe essere previsto che l'attivista assuma un atteggiamento non più attivo e non più critico nei confronti della società target. Se l'attivista è il rappresentante di uno o più membri all'interno del CdA, i consiglieri solitamente si dimettono dalla loro posizione di amministratori dopo il riacquisto, considerata la mancanza di interessi economici dell'attivista.

Negli ultimi anni, ci sono stati numerosi esempi di buyback effettuati da società sulle azioni di investitori attivi.²¹⁶ Ne è un esempio l'attivista KSA Capital che ha rivenduto, nell'aprile 2014, un blocco del 9% di azioni all'AEP industries, con un premio del 4,5% rispetto al prezzo di mercato. A seguito del buyback KSA deteneva ancora il 21% delle azioni in circolazione. Come parte del contratto, KSA ha firmato l'accordo di due anni con il quale si impegna a non impegnarsi attivamente nei confronti della AEP e di votare per le azioni rimaste, in favore degli amministratori nominati dalla AEP stessa alle successive due assemblee ordinarie degli azionisti.

Oggi gli hedge fund attivisti si dichiarano alla ricerca della creazione di valore per tutti gli azionisti e negano di essere guidati dalla mera ricerca di guadagni personali. Gli investitori attivisti hanno lavorato duramente negli ultimi anni per migliorare la loro immagine agli occhi del pubblico degli investitori e delle società.

È giusto affermare che, nel richiedere un *hushmail buyout*, un investitore stia antepoendo gli interessi di breve periodo e di liquidità dell'attivista, davanti a quelli degli altri azionisti, ai quali non vengono proposte le medesime condizioni. Ricercando gli *hushmail buyback*, gli attivisti corrono il rischio di creare un mercato più opaco, simile a quanto accaduto con quello delle *greenmail* degli anni ottanta.

Malgrado il rischio reputazionale degli attivisti, la domanda delle *hushmail* sembra essere in crescita. Riteniamo quindi che tutte le società quotate, abbiano la necessità di essere preparate, nel considerare se ricomprare le azioni dall'attivista qualora sia interesse della società e dei suoi azionisti, e se le motivazioni dell'attivista siano puramente egoistiche.

Ci sono diverse situazioni all'interno delle quali un buyback potrebbe essere visto come vantaggioso per la società, in particolare per le società che hanno precedentemente autorizzato o considerato di ricomprare le proprie azioni, e laddove esista l'opportunità di farlo ad uno sconto rispetto al valore di mercato. Nelle situazioni in cui i rappresentanti degli attivisti all'interno del CdA richiedono alla società l'implementazione di strategie aziendali o transazioni finanziarie che gli altri membri del CdA hanno chiaramente rigettato, allora un buyback potrebbe essere il percorso più rapido per risolvere la controversia nell'interesse della società e dei suoi azionisti. Ciò è vero in particolare nelle situazioni in cui i membri scelti dagli attivisti all'interno del CdA siano diventati di disturbo alle funzioni del consiglio e alla capacità dell'impresa di mettere in atto la sua strategia aziendale.

Ogni riacquisto di azioni proprie deve essere intrapreso con prudenza, dopo un'appropriata revisione da parte del CdA, di una serie di importanti fattori. Se il CdA approva il riacquisto di azioni da un investitore attivista potrebbe affrontare le critiche provenienti dagli altri azionisti, visto che la stessa opportunità di vendita non è

²¹⁶ Nel 2014, nove società hanno ricomprato azioni dagli attivisti, un numero maggiore al totale di quanto osservato nei sei anni precedenti. Fonte: FactSet SharkWatch.

concessa a tutti gli azionisti, che il buyback sia motivato da un management radicato e il prezzo di riacquisto eccessivamente, perciò è ingiusto per la società o per i suoi azionisti.

Le legislazioni, solitamente, concedono il potere alle società di gestire le proprie azioni liberamente, e spesso prevedono una serie di contesti all'interno dei quali riconoscono la necessità di un CdA di deliberare un buyback, anche dagli azionisti contrari al piano, ad un prezzo superiore a quello di mercato. Se il radicamento del management e l'espropriazione di diritti agli azionisti di minoranza non appaiano come gli scopi principali di un riacquisto, l'autorizzazione del CdA alla delibera del buyback non risconterà impedimenti.

Ad esempio, la corte suprema del Delaware ha affermato che se un riacquisto di azioni non è fatto in risposta ad una reale o potenziale minaccia alla società, "in assenza di prove di frode o iniquità, il riacquisto da parte di una società, delle proprie azioni ad un premio rispetto al mercato, da un azionista contrario al piano, è autorizzato in protezione della *business judgment rule*"²¹⁷.

Il riferimento principale su una decisione del CdA sarà quindi lo scopo del buyback, che sia o meno una risposta difensiva nei confronti di una potenziale minaccia al controllo societario. Se viene visto come difensivo, le azioni del CdA potrebbero essere soggette ad un maggior giudizio sotto la legge del Delaware. Il consiglio dovrebbe quindi considerare attentamente come esporre le ragioni sottostanti alla transazione, al fine di produrre una documentazione efficace per l'approvazione del buyback. Se il consiglio è composto dalla maggioranza di amministratori esterni, se si appoggia a consulenti legali e finanziari esterni, sarà più facile riconoscere che il consiglio abbia agito in buona fede e che abbia eseguito un'appropriate investigazione.

Di seguito verranno elencati diversi scenari per un buyback e come le azioni del CdA sono state giudicate dai tribunali responsabili.

- Il buyback come favorevole transazione finanziaria

Spesso, la ragione principale per la quale un CdA decide di riacquistare azioni da un azionista contrario al piano, è che il consiglio stesso ritiene, da un mero punto di vista di allocazione del capitale, favorevole un buyback in quel momento. Se il buyback trova ragione anche dal punto di vista finanziario, il CdA potrebbe determinare più efficiente il riacquisto di un pacchetto da un azionista di rilevanza piuttosto che sul mercato. A questo riguardo, se la società ha in essere un piano di riacquisto di azioni proprie, il programma potrebbe fornire ulteriore supporto al consiglio nel dimostrare che la transazione non è in risposta a un attivista e che fatta per ragioni finanziarie piuttosto che difensive²¹⁸.

- Il buyback in risoluzione di controversie interne

Un'altra ragione per il riacquisto di azioni da un azionista contrario al piano, potrebbe essere giustificato dal fatto che l'azionista sia una fonte di controversie e frizioni con conseguenze negative sugli

²¹⁷ *Vedere Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180, 189 (Del. 1988); vedere anche *Pold v. Good*, 507 A.2d 531, 536 (Del. 1986); *Kahn v. Roberts*, 679 A.2d 460, 465 (Del. 1996)

²¹⁸ *Hahn v. Roberts*, *supra nota*, al 464.

interessi della società e dei suoi azionisti nel complesso, e che il CdA deliberi il riacquisto con l'intento di rimuovere questa fonte di conflitti.

Nel caso precedentemente citato sul quale si è espressa la corte suprema del Delaware, nel caso *Grobow v. Perot*²¹⁹, Perot era un direttore della General Motors, il presidente di una divisione della GM e anche uno dei critici più esposti della GM. Quando Perot chiese al CdA della GM di riconoscergli il pieno controllo della divisione della quale era presidente, o di ricomprargli le sue azioni nella società, la GM si offrì di ricomprargli la sua quota. In risposta Perot propose che gli fosse pagato un prezzo pari al doppio del valore di mercato e, con sua sorpresa, la GM acconsentì.

La corte suprema stabilì che lo scopo della transazione non era quello di comprare il “silenzio” di Perot, ma di “sbarazzarsi della sua principale fonte di conflitto interno, sulla direzione e sul management”. Concludendo che non fosse presente una minaccia esterna al controllo della GM, capace di innescare il dubbio che gli amministratori avessero agito nei loro interessi, la corte ha riconosciuto l'applicabilità della *business judgment rule*, e che le azioni del CdA non necessitassero di ulteriore scrutinio.

- Il buyback difensivo

In alcuni casi, gli hedge fund attivisti potrebbero presentare una reale o potenziale minaccia alla politica societaria e alla sua efficacia. Un riacquisto delle azioni in possesso degli attivisti potrebbe in questo caso essere considerata un'azione difensiva del CdA in risposta alla minaccia, potrebbe innescare la revisione delle azioni del consiglio stesso. Secondo la legislazione del Delaware, avviata nei casi *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* e *Unitrin v. American General Corp.*, “se gli amministratori iniziano un riacquisto in risposta ad una minaccia societaria collegata ad un potenziale cambio di controllo nella società”, allora “verranno applicati più elevati standard di giudizio e revisione, in considerazione della tentazione per gli amministratori di cercare di rimanere alla guida della società e al fine di proteggere i propri poteri e compensi.”²²⁰

Gli standard di revisione applicati nei casi sopracitati si compongono di due parti. La prima prevede un “test di ragionevolezza, soddisfatto dalla dimostrazione che il CdA si in possesso di validi motivi, per ritenere che esista un pericolo per l'efficacia della politica aziendale”²²¹. Nel raggiungere questa dimostrazione, gli amministratori indipendenti, con l'aiuto di consulenti legali e finanziari, dovrebbero investigare sulla minaccia affrontata, ed essere capaci di articolare chiaramente la natura.

La proprietà di un hedge fund attivista di una significativa quota azionaria potrebbe presentare una serie di legittimate minaccia nei confronti della politica aziendale e della sua efficacia. Gli hedge fund attivisti acquistano infatti una partecipazione di rilevanza attraverso un'operazione a mercato aperto, e

²¹⁹ *Grobow v. Perot*, sopra nota, al 190

²²⁰ *Kahn v. Roberts*, supra nota, al 465

²²¹ *Unitrin, Inc v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, 1373 (Del. 1995).

spesso con una adeguata *disclosure* delle loro intenzioni. Questo contesto presenta il rischio che il fondo riesca effettivamente ad acquisire il controllo della società, senza pagare un premio per il controllo agli altri azionisti. Potrebbe inoltre esserci la minaccia del “controllo negativo”, con il quale l’hedge fund avrebbe effettivamente la capacità di bloccare le azioni della società attraverso il suo potere di voto o la sua influenza.

Occorre considerare anche che gli attivisti e gli altri hedge fund spesso agiscono di concerto nell’acquisto delle azioni, seguendo la cosiddetta tattica “*wolf pack*”²²², che può presentare ulteriori minacce al controllo della società²²³.

La seconda parte degli standard nell’analisi dei casi sopracitati, consiste nel “test di proporzionalità, sulla ragionevolezza della risposta degli amministratori nei confronti della minaccia affrontata”. La risposta del consiglio di amministrazione non deve essere né “severa, né coercitiva né di divieto” e deve ricadere all’interno del “range di ragionevoli risposte alla minaccia” affrontata²²⁴.

Il riacquisto di azioni proprie da un hedge fund attivista, anche a un premio, in risposta a una minaccia di controllo societario o di controllo negativo, non deve essere né forzata né di divieto sulla transazione. Gli altri azionisti della società target sono liberi di esprimere la propria posizione attraverso una raccolta di deleghe e sono liberi di utilizzare i propri voti nei loro interessi.

La seconda parte degli standard richiede anche che l’azione difensiva (in questo caso, il buyback di azioni) debba essere una ragionevole risposta alla minaccia affrontata. Il buyback deve essere quindi in grado di eliminare la minaccia presentata dall’azionista oppositore, e il costo sostenuto deve essere valutato adeguatamente

Nel caso *Polk v. Good*, la corte suprema del Delaware si è espressa sull’accordo del 9.9% delle azioni della Texaco, di proprietà della Bass group, la quale avrebbe minacciato di incrementare la propria partecipazione al 20% o cominciato una scalata ostile, in un periodo in cui il CdA della Texaco riteneva le proprie azioni sottovalutate. Il consiglio della Texaco ha così identificato una minaccia al controllo societario, così come possibile il tentativo di scalata ostile a un prezzo *unfair*. In risposta, la Texaco ha riacquistato le azioni della Bass group pagando un premio del 3% rispetto a quello di mercato. La corte suprema ha ritenuto che il pagamento effettuato “fosse ragionevole in relazione alla minaccia di effetti negativi sul potenziale di lungo periodo, e di indubbio beneficio per la società e la maggioranza dei suoi

²²² Per una definizione più approfondita del “*Wolf Pack Activism*”, si veda la più recente documentazione su questa tattica di governance utilizzata dagli hedge fund attivisti: Alon Brav, Amil Dasgupta, Richmond D. Mathews. Settembre 2016 “*Wolf Pack Activism*”

²²³ Vedere “*Third Point LLC v. Ruprecht – Activism Confronts the Rights Plan*”, “*Lathman & Watkins Client Alert*”, Maggio 2014.

²²⁴ *Unitrin*, *supra nota*, al 1367

azionisti²²⁵». In aggiunta al riacquisto delle azioni degli attivisti, la società target potrebbe anche richiedere all'attivista di assumere un atteggiamento cooperativo e non di messa in discussione del suo piano strategico. Se la minaccia percepita riguarda la perdita di controllo a favore dell'hedge fund, o di controllo negativo, dovrebbero essere considerati come ragionevole risposta alla minaccia affrontata gli accordi per impedire all'attivista di acquistare ulteriori azioni e di cooperare con altri azionisti per influenzare il controllo della società attraverso critiche pubbliche.

A seguito della crescita delle *greenmail* negli anni ottanta, alcune società hanno adottato un atto costitutivo o uno statuto che proibisse il pagamento delle *greenmail*. Se gli *hushmail* continuano a crescere, le società potrebbero considerare di adottare delle disposizioni simili rivolte all'*hushmailing*, come potrebbe essere la richiesta a determinati azionisti, disinteressati alla transazione, di esprimere un giudizio sul riacquisto di azioni. Gli investitori istituzionali è più probabile che sostengano questi cambiamenti, perché così facendo allevierebbero le preoccupazioni sul pagamento di *hushmail* e trattamenti speciali accordati agli attivisti e non disponibili agli altri azionisti²²⁶. Dichiarando che il pagamento di una *hushmail* non è un'opzione contemplata, gli hedge fund attivisti in cerca di un rapido payoff dovrebbero ricercare una target altrove. Allo stesso tempo, questi cambiamenti²²⁷ potrebbero ridurre la flessibilità del CdA in risposta alle richieste di *hushmail* e, in questo senso, potrebbe ridurre l'utilità e i benefici di questa strategia.

È cresciuta la tendenza, da parte degli hedge fund attivisti, a richiedere pagamenti di *hushmail*, correndo così il rischio di danneggiare la loro immagine. Ciò nonostante, se le società obiettivo dei fondi attivisti ritengono che il riacquisto di una partecipazione di rilevanza da un attivista sia nell'interesse di tutti gli azionisti, esiste un modalità per farlo sotto le attuali legislazioni.

3.3.2 Buyback e dividendi: costi di agenzia e flussi di cassa.

La teoria dell'agenzia e i problemi a essa collegati, dai conflitti d'interessi alla gestione del rapporto tra azionisti e management, è stata ampiamente descritta nella letteratura come nei precedenti capitoli. Invece, la gestione dei pagamenti di cassa agli azionisti, capace di creare forti disaccordi tra azionisti e management, è un fenomeno che non ha ricevuto molta attenzione²²⁸. I pagamenti di cassa agli azionisti riducono le risorse controllabili dal management, riducendo in tal modo il potere dei manager, e rendendo più intenso il monitoraggio

²²⁵ *Polk v. Good, supra nota, al 537*

²²⁶ *Le politiche di voto dei proxy advisor ISS e Glass Lewis raccomandano positivamente le previsioni statutarie, o da atto costitutivo, anti-greenmail.*

²²⁷ *In risposta al fenomeno attivista ricordiamo il recente sviluppo delle activist pills precedentemente affrontate, disegnate specificamente per dissuadere gli hedge fund attivisti.*

²²⁸ *Gordon Donaldson (1984), in uno studio su 12 società a larga capitalizzazione (large Fortune 500) ha concluso che i manager di queste società non fossero guidati dalla massimizzazione del valore per la società, ma piuttosto dalla massimizzazione della "ricchezza societaria", definita come "il potere di acquisto complessivo, in possesso del management, utilizzabile a scopi strategici durante il periodo definito dal piano" (pagina 3). "In termini pratici, dalla sua cassa, dal suo credito e altre capacità di acquisto della società in mano al management, i quali controllano beni e servizi" (pagina 22).*

da parte dei mercati, fattispecie ricorrente qualora la società debba ottenere nuovo capitale²²⁹. Finanziare i nuovi progetti internamente permette di evitare questo monitoraggio e la possibilità che i fondi non siano disponibili, o disponibili ad un costo medio ponderato del capitale più alto.

I manager sono incentivati a far sì che la società cresca oltre la dimensione ottimale, in quanto la crescita incrementa il potere del management all'aumentare delle risorse sotto il loro controllo. È inoltre associata all'incremento dei compensi dei manager, in base alla relazione positiva che lega i compensi alla crescita delle vendite²³⁰.

I *free cash flow*²³¹ sono i flussi di cassa che eccedono quelli richiesti per il finanziamento di tutti i progetti con un valore attuale netto positivo²³², scontati al costo del capitale pertinente. I conflitti d'interessi tra gli azionisti e il management in merito alle strategie di allocazione della cassa, sono particolarmente rilevanti quando la società crea una significativa quantità di *free cash flow*²³³. Il problema è come motivare i manager a distribuire la cassa piuttosto che investirla al di sotto del costo del capitale o sprecarla in inefficienze organizzative.

Negli anni più recenti il numero delle società che hanno intrapreso riacquisti di azioni proprie è incrementato drasticamente, mentre la proporzione delle società che distribuiscono valore attraverso dividendi *cash* è diminuito²³⁴. L'apprezzamento dei riacquisti di azioni proprie non è stato mitigato nemmeno dal *Jobs and Growth Tax Relief Act* del 2003, in America, che ha abbassato la tassazione sui dividendi al 15% riducendo così lo svantaggio fiscale²³⁵ di pagare i dividendi agli investitori²³⁶.

²²⁹ Easterbrook, 1984 e Rozeff, 1982: "Two Agency-Cost Explanations of Dividends"

²³⁰ Murphy, 1985: "Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis" University of Rochester.

²³¹ Dato dalla differenza tra il flusso di cassa delle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso.

Il flusso di cassa operativo è ottenuto sommando all'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) gli ammortamenti e la variazione del capitale circolante (differenza tra attività e passività correnti). Gli investimenti in capitale fisso sono sostanzialmente espressi dal valore delle CAPEX (Capital Expenditure).

Si noti che il *free cash flow* non è una vera e propria misura di creazione del valore poiché confonde gli investimenti, e il valore da questi creati, con i flussi di cassa generati da tali investimenti. Una società riduce i propri *free cash flow* investendo, e li aumenta riducendo i propri investimenti. Ma il valore di un'azienda aumenta all'aumentare degli investimenti, a VAN positivo.

Per ulteriori approfondimenti: "The Free Cashflow to Firm" Aswath Damodaran. people.stern.nyu.edu/adamodar/pdf.

²³² Il VAN o Net Present Value, è la somma algebrica di tutti i flussi di cassa attualizzati, generati da un progetto considerato. Per ulteriori approfondimenti: "Calcolo del VAN" campus.unibo.it/41041/1/Lezione_8.pdf

²³³ *Supra* nota 51

²³⁴ Eugene F. Fama e Kenneth R. French, marzo 2001: "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?"

²³⁵ In un mercato di capitali perfetto, gli investitori sono indifferenti allo scegliere tra i dividendi o il riacquisto di azioni. Il fatto che le società continuino a emettere dividendi nonostante lo svantaggio fiscale è stato definito *dividend puzzle*. Per approfondimenti: "The Dividend Puzzle" Fischer Black, 1976, *The Journal of Portfolio Management*.

²³⁶ Chetty and Saes, 2006

Sono inoltre diversi gli studi accademici che riscontrano, in determinate situazioni, la presenza di società che tagliano una parte del valore attuale netto dei progetti e che usano quella cassa per ricomprare azioni²³⁷. Altri articoli indicano che le società non in possesso di cassa ricorrono al debito per intraprendere programmi di riacquisto di azioni²³⁸. Infine, si osserva un crescente numero di società che utilizzano una combinazione di dividendi e riacquisti di azioni come forma di distribuzione di valore agli azionisti.

In questo lavoro di tesi non si vuole approfondire ulteriormente la comparazione tra il riacquisto di azioni e i dividendi, il loro finanziamento e le loro implicazioni nel lungo periodo, ma si vuole meglio comprendere la posizione e le richieste esortate dagli attivisti sulle questioni di riallocazione del capitale, che spesso riguardano l'emissione di un dividendo straordinario o il riacquisto di azioni.

Le società stanno registrando nuovi record sulla quantità di cassa trattenuta in bilancio. Infatti, solo il totale delle riserve di cassa delle società americane²³⁹ era di \$1,45 trilioni alla fine del 2015, in aumento del 5,8% rispetto all'anno precedente. Oltre ad indicare un robusto stato patrimoniale, questo fenomeno solleva domande su quale sia il miglior impiego per questa liquidità. Questa sfida stimola interrogativi e discussioni provocatorie su un uso prudente delle risorse della società, prendendo in considerazione le diverse aspettative degli azionisti, le circostanze della società e lo stato generale dell'economia. Oggi, le società, hanno bisogno di un'efficace strategia di allocazione del capitale, strutturata, coerente al piano strategico e comunicata chiaramente. Un elemento chiave di questa strategia di allocazione del capitale è quindi se questo debba essere o meno distribuito tra gli azionisti.

Allo stesso tempo, lo *shareholder activism* è in continua accelerazione. Con \$173 miliardi gestiti dagli attivisti, le battaglie di deleghe sono più frequenti, come lo sono gli accordi concessi dalle società. Come abbiamo visto, le strategie degli attivisti esortano le società a prendere una o una serie di decisioni: incrementare il riacquisto di azioni, incrementare i dividendi, ristrutturare, scorporare una divisione o anche vendere l'intera società. In molti tra questi ambiti, gli attivisti hanno efficacemente conquistato i loro obiettivi.

Nel periodo compreso tra il 2003 e il 2013, le società dello S&P 500 hanno raddoppiato la loro spesa in riacquisto di azioni e dividendi, mentre hanno tagliato gli investimenti in nuovi impianti e attrezzature²⁴⁰. Le società prese di mira dagli attivisti hanno aumentato le loro spese sul riacquisto di azioni e dividendi a una media

²³⁷ Si veda l'articolo del *New York Times*, "As Layoffs Rise, Stock Buybacks Consume Cash", 21 novembre 2011 e quello di *Bloomberg Business Week*, "S&P 500 Companies Spend 95% of Profits on Buybacks Payouts", 6 ottobre 2014.

Un'ulteriore documentazione empirica è fornita da Almeida, Fos e Kronlund (2013) e Lazonick (2014), i quali sostengono che i riacquisti di azioni proprie siano a spese della capacità di reinvestire in innovazione e nella capacità produttiva. Sostengono inoltre che andrebbe proibito alle società di riacquistare le proprie azioni "a mercato".

²³⁸ Si veda l'articolo del *Wall Street Journal* article, "Intel Borrows \$6 Billion to Help Fund Stock Buyback", 4 dicembre 2012.

²³⁹ Valore ottenuto dalla somma algebrica delle casse delle società appartenenti allo S&P 500, fonte: *Bloomberg*

²⁴⁰ Vipal Monga, David Benoit and Theo Francis, "As Activism Rises, U.S. Firms Spend More on Buyback Than Factories", *The Wall Street Journal*, 26 maggio 2015, <http://www.wsj.com/articles/companies-send-more-cash-back-to-shareholders-1432693805>.

del 37% dei flussi di cassa operativi²⁴¹, dal 22% dell'anno precedente²⁴². Questa tendenza è stata parzialmente alimentata dal contesto di bassi tassi di interesse, che ha permesso alle società di prendere a prestito, a basso costo, i finanziamenti necessari ai programmi di riacquisto e di dividendi. Si dovrà allora riflettere, di fronte alle pressioni per aumentare la performance di breve termine, come gli amministratori e gli azionisti dovrebbero considerare l'impatto di riacquisti e dividendi, sulla capacità della società di creare valore nel lungo periodo.

Un fattore che complica la decisione del management e del consiglio di amministrazione è che, gli azionisti, non sono tutti uguali. Sebbene gli hedge fund attivisti che i fondi pensione ricercano un ritorno sull'investimento, impiegano tattiche e orizzonti di investimento diversi per raggiungere i loro ritorni obiettivo. Possono anche avere visioni completamente diverse sull'applicabilità di una particolare strategia societaria. Gli amministratori hanno la necessità di essere preparati a fare le giuste domande, al management, sugli impatti delle strategie di allocazione di lungo o di breve termine. Analogamente, gli investitori hanno bisogno di compiere scelte di investimento informate e di votare tramite le deleghe sulla base degli interessi dei propri clienti, contenendo il desiderio di seguire chi ha un focus diverso.

Riacquisto di azioni proprie

Una ragione per cui le società adottano piani di riacquisto, autorizzati dal consiglio di amministrazione, è la percezione che le proprie azioni siano sottovalutate dal mercato e il desiderio di segnalare la fiducia del management nel futuro della società. Attraverso il buyback, la società ricompra le sue azioni riducendo così il totale delle azioni in circolazione. Diminuendo il denominatore, gli stessi utili incrementeranno il rapporto utili per azione (EPS²⁴³). Il riacquisto di azioni proprie ha anche l'effetto di controbilanciare gli effetti diluitivi di un'acquisizione effettuata con l'emissione di azioni. Oppure in tal modo, può essere raggiunta la quota equity necessaria in un'acquisizione o fusione. Il riacquisto di azioni può inoltre essere usato per soddisfare la necessità di titoli a fronte dell'esercizio delle *employee stock option*.²⁴⁴ L'effetto di queste azioni permette a una società di remunerare gli impiegati gerarchicamente più in alto emettendo più opzioni su azioni, senza incrementare il numero di azioni in circolazione. I manager spesso preferiscono il riacquisto di azioni al dividendo, perché generalmente richiede un minor impegno sul lungo periodo e garantisce una maggiore flessibilità. Per esempio, una società potrebbe ritardare o differire l'annuncio di un piano di buyback a causa di un'inaspettata necessità di capitale o di cambiamenti sul prezzo azionario. Pur essendo una situazione non ottimale, il mercato generalmente ha una reazione meno negativa rispetto al taglio di un dividendo ordinario.

²⁴¹ *Supra nota 51*

²⁴² *WSH, 26 maggio 2015, Supra nota 60*

²⁴³ *Earnings per Share è una misura di utile netto espressa in termini monetari con riferimento a ciascuna azione, anche detto "utile per azione". Al numeratore si utilizza l'utile netto disponibile per gli azionisti ordinari (al netto anche dei dividendi su azioni privilegiate) e al denominatore la media ponderata delle azioni ordinarie in circolazione durante l'anno (basic EPS) oppure il numero complessivo di azioni ordinarie che si ritiene potrebbero essere in circolazione per effetto dell'esercizio o conversione dei titoli loro equivalente.*

²⁴⁴ *Per ulteriori approfondimenti: "employee Stock Options Plans" U.S. Security and Exchange Commission (SEC).*
<https://www.sec.gov/answers/empopt.htm>

Esistono diverse modalità per riacquistare azioni proprie:

- Riacquisto “a mercato”

La grande maggioranza di riacquisti di azioni propri viene effettuato sul mercato aperto. Le modalità, tempistiche, volumi e prezzi sono solitamente governati dall'autorità di regolamentazione. In queste transazioni, le società entrano in accordo con un broker o un dealer, il quale esegue l'acquisto secondo le istruzioni della società.

- Offerta di acquisto

Un'offerta di acquisto è un'offerta pubblica rivolta agli azionisti per la vendita delle loro azioni a un prezzo predeterminato, all'interno di un periodo prestabilito e soggetta ad un numero minimo e massimo di azioni. L'offerta può prevedere un prezzo fisso o contenere un range di prezzi per ognuno degli ammontari di azioni. Una società può essere più incline a iniziare un'offerta pubblica di acquisto se intenzionata a riacquistare un elevato numero di azioni nello stesso periodo.

- Riacquisto negoziato privatamente

Una società può inoltre decidere di accordare un riacquisto di azioni direttamente da un singolo azionista. Questo approccio è spesso usato quando le società vogliono ricomprare un significativo numero di azioni da un ristretto numero di investitori individuali.

- Accelerated share repurchase

Queste sono tipologie di coperture economiche che permettono ad una società, pagando una commissione, di acquistare uno specifico numero di azioni immediatamente, dove il prezzo finale di acquisto è determinato dalla media del prezzo di mercato di uno specifico periodo futuro. Se il prezzo medio è più alto alla fine del programma, la società dovrà restituire un numero di azioni necessario per coprire la differenza. Qualora il prezzo dovesse essere più basso, sarebbe la banca a dover corrispondere più azioni. Questo approccio combina l'immediato possesso delle azioni che conseguirebbe da un'offerta pubblica con l'impatto sul mercato e i benefici sul prezzo di un programma di riacquisto a mercato aperto. Comunque, queste transazioni sono a volte *off-balance-sheet*²⁴⁵ e, se è vero che possono tradursi in un consistente *upside* quando le azioni si apprezzano, ne derivano dei rischi potenziali. Le fluttuazioni nel prezzo della società durante il periodo specificato possono tradursi in significativi benefici economici, o costi, per la società. Le imprese possono quindi ritrovarsi con il prezzo delle azioni inferiore al loro valore nominale. Alcuni critici si domandano se queste pratiche possano diventare una modalità per permettere alle società di “scommettere” sulle proprie azioni.

²⁴⁵ *Off-Balance-Sheet*, o “incognito leverage”, è un termine che solitamente si usa per indicare un asset, un debito o delle attività finanziarie che non sono presenti sullo stato patrimoniale. Il *Total Return Swaps* ne è un esempio.

Per ulteriori approfondimenti: M.K.Lewis “Le operazioni “fuori bilancio” e l'innovazione finanziaria nel settore bancario. (*Off-balance-sheet activities and financial innovation in banking*).

I riacquisti di azioni possono anche fornire agli investitori dei vantaggi fiscali se comparati ad altre forme di distribuzione della cassa, come ad esempio i dividendi, dove la loro distribuzione è soggetta alla tassazione del capital gain²⁴⁶. Invece, i riacquisti di azioni non risultano in una diretta distribuzione, e le tasse sono generalmente differite fino al momento in cui l'azionista decide di vendere le proprie azioni.

È di particolare rilievo per gli amministratori e gli azionisti comprendere gli effetti del riacquisto di azioni proprie su alcune delle metriche della società, dato che il miglioramento dei *ratio* può impattare sulla remunerazione del management, essendo a queste indicizzato. Per esempio, molti piani di remunerazione del management sono collegati all'EPS²⁴⁷, che incrementa con il riacquisto di azioni. Questo può potenzialmente dare al management maggiori probabilità di raggiungere il bonus, e agli amministratori la possibilità, qualora raggiunta una certa soglia di prezzo, di esercitare le loro *stock option*. Come risultato, alcuni critici del buyback sostengono che l'interesse del management è in conflitto con la loro autorità, che consente loro un riacquisto di azioni proprie.

È altrettanto importante valutare l'appropriatezza della struttura di debito ed equity. Usare la cassa per riacquistare le proprie azioni può peggiorare i *ratio debt-to-equity* e avere effetti negativi sul credit rating della società.

Dividendi

Emettere un dividendo è un'altra modalità che le società hanno a disposizione per restituire cassa agli azionisti. Un dividendo è la distribuzione di cassa dagli asset della società, pagato periodicamente (di solito annualmente, a quadrimestre o in circostanze speciali). Alla fine del 2015, l'85% delle società S&P 500 ha pagato un dividendo ordinario, mentre il 63% ha aumentato il dividendo rispetto al periodo precedente. I dividendi pagati complessivamente dall'indice S&P 500 ammontano a \$103,3 miliardi, nel terzo quadrimestre del 2015, e \$410,8 miliardi nei dodici mesi precedenti²⁴⁸. Entrambe le cifre rappresentano i valori massimi registrati negli ultimi 10 anni.

In maniera analoga al riacquisto di azioni proprie, i dividendi sono visti dal mercato come un segnale di fiducia del management sulle prospettive future della società e di liquidità finanziaria. Il pagamento di un dividendo ridurrà l'ammontare della cassa e quindi il totale dell'attivo a stato patrimoniale. A causa di ciò, il ratio di ritorno sugli asset della società (ROA) è migliorato rispetto a quanto sarebbe stato in assenza del pagamento del dividendo. Aumenterà similmente il ritorno sul capitale (ROE), mentre gli utili per azione (EPS) rimarranno invariati. Come nel caso del buyback, è importante per gli amministratori comprendere come il miglioramento di questi ratio potrebbe innescare i piani di remunerazione del management. Il raggiungimento delle performance

²⁴⁶ La tassazione per i guadagni in conto capitale, calcolato come la differenza tra il prezzo di vendita e quello di acquisto di uno strumento finanziario.

Per chiarimenti in vista del cambio di regime discalare per le rendite finanziarie derivanti dalla circolare 19/E, emanata a ridosso dell'entrata in vigore delle novità introdotte dal DL 66/2014: <http://ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi/2014-06-08/capital-gain-vale-data-vendita-081350.shtml?uuid=ABsAuhVB>

²⁴⁷ *Supra nota* 63

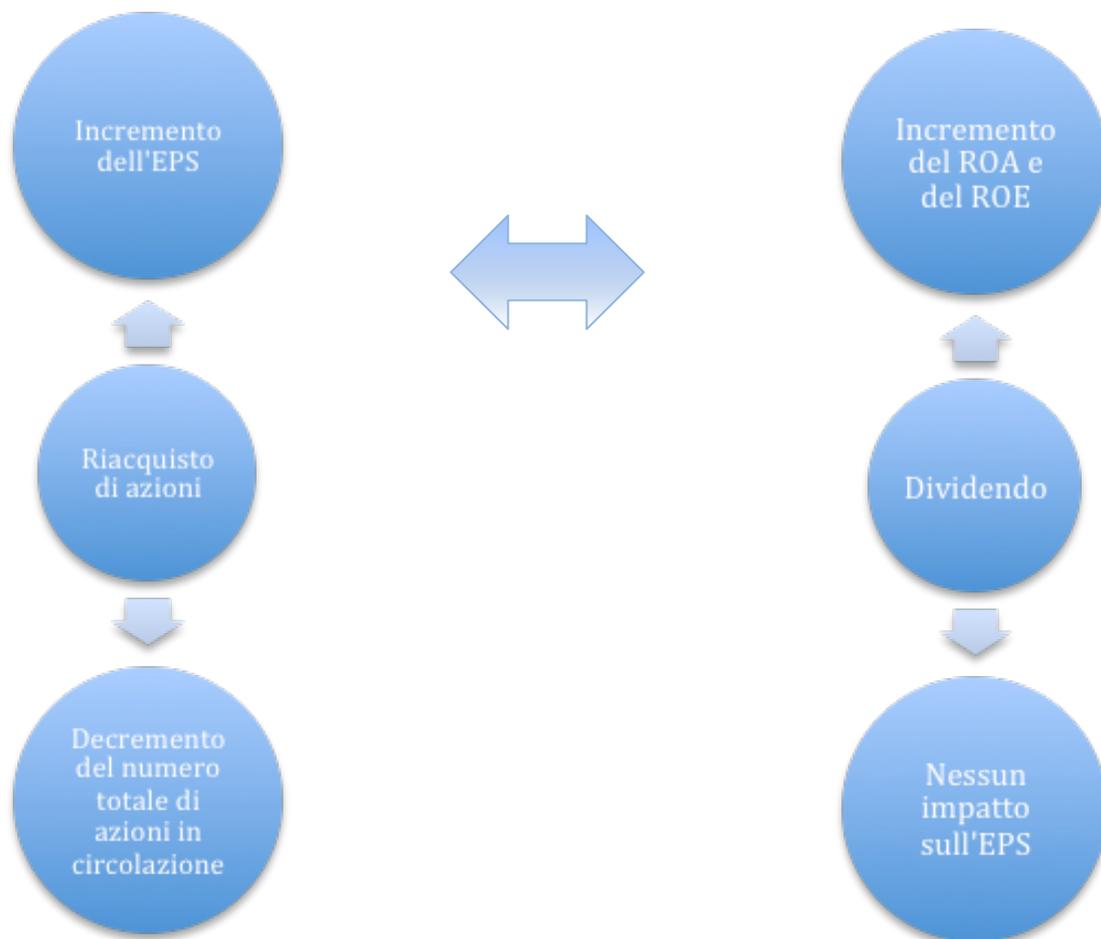
²⁴⁸ *Factset, Dividend Quarterly, 16 dicembre 2015*

obiettivo collegate alle metriche migliorate, potrebbe rendere i bonus più accessibili qualora emessi o aumentati i dividendi. Il contrario potrebbe accadere se i dividendi vengono interrotti o ridotti.

La decisione di una società di pagare un dividendo dovrebbe essere supportata dalle stesse considerazioni fatte per il riacquisto di azioni proprie. Specificamente, gli amministratori e gli azionisti dovrebbero capire se l'uso di questa cassa sia coerente con una ragionata strategia di allocazione del capitale. La decisione di emettere o modificare il pagamento di un dividendo segnala al mercato se la compagnia ritenga o meno di poter mantenere quel dividendo in futuro. Le decisioni sul pagamento di un dividendo ordinario sono particolarmente critiche, perché il mercato solitamente si aspetta che la società continui a pagare nel tempo i dividendi in essere. Infatti è frequente l'aspettativa che la società incrementi il proprio dividendo periodicamente. Un tale incremento del dividendo è visto da molti investitori come una robusta assicurazione sul fatto che il management creda che la società abbia la capacità di generare adeguata cassa per assolvere all'impegno di un dividendo aumentato. Per converso, il mercato ha generalmente una reazione negativa di fronte a un dividendo stagnante o ridotto.

Mentre la maggioranza delle società dello S&P 500 emette regolarmente dividendi quadrimestrali, alcune società possono scegliere di utilizzare un dividendo straordinario, *una tantum*, separato dal ciclo di dividendi ordinari. Uno dei benefici del dividendo straordinario è che la società possa scegliere di pagarlo a sua discrezione, senza incorrere nell'impegno di lungo termine che solitamente accompagna un dividendo ordinario.

| Area di valutazione | Considerazioni degli amministratori | Considerazioni degli investitori |
|--|--|--|
| Validità della strategia di riacquisto delle azioni | <ul style="list-style-type: none"> • È chiara la motivazione per la quale il management sceglie di riacquistare le azioni proprie rispetto a usi alternativi del capitale? • Quanto sono interessanti gli usi alternativi del capitale, come opportunità di acquisizioni, nuovi prodotti o nuovi mercati? • Siamo consapevoli dei cambiamenti che il riacquisto porterà alla struttura del debito e del capitale? • La società sta ricomprando le azioni a uno sconto rispetto al suo fair value intrinseco? | <ul style="list-style-type: none"> • Il riacquisto di azioni è coerente con i ritorni che ci aspettiamo, con la nostra strategia di investimento e negli interessi dei nostri clienti? • Siamo soddisfatti delle alternative esplorate dal management rispetto alla dislocazione del capitale? • La strategia di riacquisto segnala una mancanza di creatività o di visione di lungo periodo da parte del management? • I livelli di debito ed equity della società sono sufficienti e come verranno impattati dal riacquisto? |
| Metriche e disclosure | <ul style="list-style-type: none"> • Il consiglio di amministrazione sta ricevendo adeguate metriche per valutare l'utilizzo del capitale (assunzioni sui tassi di crescita, R&S come percentuale sui ricavi, trend dei capitali investiti nell'industria di riferimento)? | <ul style="list-style-type: none"> • La società sta comunicando adeguatamente la strategia e come il programma di riacquisto si adatta al suo interno? • La strategia di comunicazione della società è sufficiente a permettere un'efficace valutazione del suo uso del capitale? |
| Effetti potenziali sulle remunerazioni | <ul style="list-style-type: none"> • Il riacquisto di azioni abbassa la soglia relativa alle performance target, in particolare se gli incentivi sono collegati ad un EPS target? | <ul style="list-style-type: none"> • L'approccio della società ai compensi del management riesce ad allineare la remunerazione alla performance? • Siamo sicuri del fatto che il programma di riacquisto non ricompensi eccessivamente gli obiettivi di breve termine? • Se le azioni proprie sono utilizzate per l'esercizio delle opzioni, il piano delle stock option è sovradimensionato? |
| Effetti fiscali | <ul style="list-style-type: none"> • Gli investitori preferiscono i benefici fiscali del riacquisto di azioni ai dividendi? | <ul style="list-style-type: none"> • Le implicazioni fiscali del riacquisto rispetto ai dividendi potrebbe influenzare le nostre scelte di investimento? |



| Area di valutazione | Considerazioni degli amministratori | Considerazioni degli investitori |
|---------------------|---|---|
| Rischi | <ul style="list-style-type: none"> • I rischi derivanti da un accelerated share repurchase “fuori bilancio” sono accettabili? • Siamo soddisfatti sulla validità della <i>disclosure</i> sulle motivazioni che portano la società a scegliere un programma di accelerated share repurchase? | <ul style="list-style-type: none"> • Siamo soddisfatti dei rischi assunti dalla società relativi al programma di accelerated share repurchase? |

| Area di valutazione | Considerazioni degli amministratori | Considerazioni degli investitori |
|--|--|---|
| Validità della strategia di dividendi | <ul style="list-style-type: none"> • I ritorni degli azionisti (TSR), nel lungo periodo, sono migliorati maggiormente attraverso i dividendi piuttosto ad altre modalità di allocazione del capitale, incluso il riacquisto di azioni proprie? • Quale percentuale degli utili correnti è pagata attraverso il dividendo, e come si posiziona rispetto al gruppo di comparabili? • Siamo convinti di poter sostenere i pagamenti dei dividendi al livello corrente o ad un livello superiore? | <ul style="list-style-type: none"> • Crediamo che la società stia pagando il giusto ammontare di dividendi considerati gli altri potenziali usi della cassa? • La leva finanziaria della società è adeguata rispetto alla sua politica di dividendi? • Quanto valore riconosciamo nell'abilità della società di emettere un dividendo ordinario? • Che impatto ha la politica di dividendi sul prezzo azionario? • Qual è lo storico dei dividendi della società? Sono stati periodicamente aumentati? |
| Effetti fiscali e sulle remunerazioni | Considerazioni degli amministratori e degli investitori | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • Le politiche di dividendo della società creano degli obiettivi target troppo bassi qualora gli incentivi del management siano collegati ai ratio ROA/ROE? • Siamo sicuri che la struttura del debito e del capitale della società sopporti le sue politiche di dividendi? | |

Fonte: Elaborazione personale

3.3.3 Prezzi e valori nel mercato del controllo

A seguito di queste considerazioni, in questa tesi riteniamo di confermare che, qualora un attivista cerchi di ottenere il controllo di una società senza pagarne il *control premium*^{249 250}, il consiglio di amministrazione è giustificato a rispondere di conseguenza e ad assumere un atteggiamento difensivo, soprattutto nel caso in cui l'attivista sia alla ricerca di una rendita piuttosto che di un miglioramento nella *corporate governance*.

La letteratura accademica in genere associa il premio di controllo alla presenza di benefici privati a favore degli azionisti coinvolti nella gestione. Tali benefici sono direttamente traducibili in flussi monetari o riguardano gli "attributi generali" del controllo, vale a dire il potere di decidere gli indirizzi strategici, il potere di realizzare operazioni sul capitale, di chiedere la quotazione in borsa o di cedere l'intero capitale, o una quota di maggioranza, sul mercato del controllo.

Nei capitoli precedenti è emerso come il fenomeno dello *shareholder activism* permetta agli investitori di essere coinvolti attivamente nella gestione e, conseguentemente, di riuscire ad appropriarsi di una parte dei benefici privati del controllo. Le strategie adottate dagli attivisti consentono così di trasformare il loro pacchetto azionario di minoranza, in una partecipazione non totalitaria ma rilevante per la *governance* di un'impresa.

La sfida di questa sezione sarà quella di definire, nel caso di riacquisto della partecipazione degli attivisti, se applicare un premio, uno sconto o se riconoscere il valore *stand alone*.

3.3.3.1 Premi e sconti nelle valutazioni aziendali

Gli argomenti trattati si collegano a un tema di particolare interesse nell'ambito della prassi valutativa, che riguarda la stima dei cosiddetti "premi" e degli "sconti".

La finalità degli sconti e dei premi è di realizzare l'aggiustamento di un certo valore-base. Tale rettifica può assumere due significati. Il primo è di riconciliare le differenze tra la società target e le caratteristiche del campione di imprese comparabili selezionate.

Il secondo è di riconciliare le differenze tra la nozione di valore determinata dall'attivista e la definizione rilevante ai fini della stima. Per esempio, qualora la valutazione venga effettuata attraverso i multipli di Borsa e l'obiettivo sia la determinazione del *fair market value*²⁵¹, l'applicazione di un premio può trasformare la valutazione di base ottenuta nella valutazione di valore ricercata²⁵².

²⁴⁹ I *control premium* o *take over premium*, sono calcolati come gli *spread* tra i prezzi di Borsa delle azioni di imprese interessate da operazioni di *take over* nel periodo precedente l'annuncio delle operazioni stesse e prezzi offerti dai gruppi entranti.

Per ulteriori approfondimenti: Mario Massari e Laura Zanetti "Valutazione Finanziaria"

²⁵⁰ Micheal J. De la Merced & Alexandra Stevenson, *Sotheby's Poison Pill Is Upheld by Delaware Court*, *N.Y. Times* (2 maggio 2014, 10:47) <http://dealbook.nytimes.com/2014/05/02/sothebys-poison-pill-is-upheld-by-court/>.

²⁵¹ Anche definito "probabile prezzo di mercato", può collocarsi tra due estremi. In assenza di un gruppo attivo di potenziali acquirenti strategici (un gruppo motivato a sfruttare le opportunità di realizzare acquisizioni) il *fair market value* tende al valore *stand alone*.

L'applicazione di un premio o di uno sconto può essere quindi considerata equivalente a una rettifica del tasso di attualizzazione o ad una rettifica dei flussi.

Per essere applicati, i premi e gli sconti devono risultare coerenti rispetto alla base di calcolo; dunque, si dovrà considerare la quota a oggetto della valutazione rispetto alle classificazioni per come definite dalla letteratura economica:

- Valore strategico (*strategic control basis*): è il valore riferibile agli acquirenti che realizzano interventi di integrazione che possono dar luogo ad efficientamenti (1)Tecnologici; (2)Produttivi; e (3)Commerciali.
- Valore stand alone (*controlling interest basis*): è il valore in funzione dei piani del management, ottenuto dopo aver rimosso gli effetti sui flussi di risultati riferibili alla eventuale presenza di benefici privati.
- Valore di minoranze negoziabili (*marketable minority interest basis*): è il valore riferibile a quote di capitale di minoranze, incapaci di decidere gli indirizzi strategici e di partecipare alle scelte di gestione. In questa situazione viene generalmente applicato uno sconto in funzione della mancanza del controllo.
- Valore di minoranze non negoziabili (*non marketable minority interest basis*): è pari al valore attuale dei flussi di risultati di cui è ragionevole credere possano beneficiare i titolari di tali partecipazioni in funzione dei meccanismi di protezione a favore degli azionisti di minoranza. Questa difficoltà a negoziare partecipazioni di scarso rilievo, ai fini del controllo, si traduce nell'applicazione di uno sconto in funzione della mancanza di liquidità.

All'interno della stima dei premi e degli sconti, la criticità più seria dal punto di vista teorico e metodologico è costituito dalle incertezze in ordine al "livello di valore" espresso dai prezzi di borsa. Le conclusioni successivamente proposte possono essere ricondotte a tre ipotesi fondamentali:

- I prezzi di Borsa delle azioni con diritto di voto sono in funzione dei flussi di risultati "divisibili" attesi.

In presenza di norme che tutelino gli azionisti di minoranza e di assumendo che le imprese siano ben gestite, i prezzi di borsa dovrebbero approssimare valutazioni *stand alone*²⁵³.

Invece, in presenza di willing buyer motivati alla ricerca di benefici dall'acquisizione, il fair market value incorpora, oltre al valore attribuito al controllo, anche il valore attuale di una quota-parte dei benefici stessi, in funzione del bargaining power dell'impresa-target.

²⁵² *Nella prassi professionale, i fair market value vengono determinati attraverso l'utilizzo di tre approcci: (1) L'analisi di multipli che si riferiscono a transazioni aventi a oggetto partecipazioni di controllo o totalitarie di imprese comparabili (deal multiples); (2) L'analisi dei multipli di borsa di società comparabili (stock market multiples) modificati attraverso il conteggio di un "premio di acquisizione", con l'obiettivo di colmare la differenza tra prezzi di borsa e valori strategici; e (3) Metodi di valutazione empirici che stabiliscono una relazione tra alcune grandezze aziendali (value drivers) e valore.*

²⁵³ *Questo orientamento è condiviso dalla letteratura professionale in tema di definizioni di valore ai fini dell'applicazione dei procedimenti di impairment testing: Cfr. Mercer Capital, Valuation for Impairment Testing, Peabody Publishing, 2002, p 17. "se gli utili di una società quotata sono ottimizzati, e non sono accessibili cambiamenti capaci di migliorarli, si può ritenere che il valore espresso dai multipli di borsa della società esprima il controlling interest value, o valore stand alone.*

- I prezzi di Borsa delle azioni con diritto di voto incorporano anche una quota-parte del valore attuale dei benefici privati riferibili al controllo.

In funzione delle probabilità che in seguito a un *take over* ostile le azioni di minoranza entrino a far parte di un pacchetto di controllo.

Sulla base di questo assunto, come vedremo, alcuni ricercatori interpretano le differenze osservabili tra la quotazione delle azioni ordinarie e quella delle azioni prive del diritto di voto in termini di valorizzazione dei benefici privati riferibili al controllo²⁵⁴.

- I prezzi di borsa delle azioni con diritto di voto incorporano anche una quota-parte dei valori stimati nella prospettiva di acquirenti strategici.

I prezzi sono funzione: dei flussi stand alone, di una porzione dei flussi relativi allo sviluppo di sinergie a favore di tutti gli azionisti e di una frazione dei benefici privati.

- I prezzi di borsa nel lungo termine convergono ai valori *stand alone*.

Come già specificato, il premio di controllo ha ragione di esistere se, e solo se, il controllo dell'impresa permette di ottenere benefici privati. La dimensione del premio viene inoltre influenzato dalla competizione esistente sul mercato per il controllo delle imprese e dalla presenza di strutture di controllo piramidali²⁵⁵, sarà perciò tanto più elevato quanto più elevato è il livello di separazione tra proprietà e controllo²⁵⁶.

Esistono due principali metodologie per la stima dei benefici di controllo:

- Il confronto tra i prezzi di trasferimento di blocchi azionari di controllo e i prezzi di mercato successivi alle operazioni stesse.

Il procedimento si basa sull'ipotesi che i prezzi di borsa successivi al trasferimento del controllo incorporino i benefici (divisibili) attesi in seguito al cambio di gestione. La differenza tra il prezzo pagato per il pacchetto e prezzi di borsa dovrebbe rappresentare la valorizzazione dei soli benefici privati attesi dall'acquirente²⁵⁷.

- Il confronto tra i prezzi di titoli azionari caratterizzati da differenti diritti di voto.

Lo sconto al quale quotano le azioni di risparmio può essere alternativamente interpretato come il premio a cui quotano le azioni ordinarie, dove tale premio è dato da diritto di voto.

²⁵⁴ Per un modello ispirato a questa tesi si veda O. Castellino, "Sui prezzi delle azioni di diversa categoria", in *Moneta e Credito*, 165, 1989, pagina 29-45-

²⁵⁵ G. Nicodano, "Corporate Groups, Dual Class Shares and the Value of Voting Rights", *Journal of Banking and Finance*, 22, 1998, pagine 1117-1137

²⁵⁶ A. Dyck, L. Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, aprile 2004

²⁵⁷ M.J. Barclay, G. Holdrness "Private benefits from Control of Public Corporations" *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, pagina 371-395; A. Dyck, L. Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, aprile 2004.

In questa sezione abbiamo ritenuto più ragionevole avvalerci della seconda metodologia, in quanto, come dimostrato nei capitoli precedenti, gli *shareholder activist* non sono in possesso di quote particolarmente elevate e, considerando che il valore (indivisibile) dei benefici privati provoca un effetto di leva sulla percentuale che esprime il premio di acquisizione, un confronto con le transazioni comparabili non esprimerebbe chiaramente il valore effettivo del controllo detenuto.

Invece, nel caso in cui la campagna attivista non si concluda con successo, l'attivista si ritroverebbe in possesso di una partecipazione di minoranza alla quale non può essere riconosciuto un valore strategico (*marketable/non marketable minority interest basis*). In questo caso, il valore-base minimo di riferimento ai fini dell'applicazione dello sconto sarebbe il valore *stand alone*.

Qualora la società intenda ricomprare le azioni dell'attivista contrario al piano, attraverso un buyback negoziato privatamente, lo sconto potrà essere misurato con tre approcci differenti:

- Analizzando gli *spread* tra i prezzi delle cosiddette *restricted securities*²⁵⁸ e i prezzi delle azioni della medesima società liberamente negoziabili in Borsa.
- Analizzando i prezzi di acquisto e di vendita proposti dai market maker (bid-ask spread) per i titoli caratterizzati da differente grado di liquidità.
- Analizzando gli *spread* tra prezzi di trasferimento di "blocchi" di azioni e prezzi di borsa corrispondenti.

3.3.3.2 Il valore del controllo: il differenziale tra azioni ordinarie e azioni di risparmio

Il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio (*voting premium*) è un indicatore del valore del diritto di voto e quindi del diritto di controllo. Il valore del controllo deriva soprattutto dai relativi benefici privati, la cui appropriazione da parte del gruppo di comando può essere circoscritta da una legislazione sul governo societario attenta alla tutela degli azionisti di minoranza. È per i motivi appena descritti che il *voting premium* è divenuto un indicatore sulla "qualità" delle regole di funzionamento delle società e sui conflitti di interessi fra azionisti di minoranza. Dunque, riteniamo valido confrontare il *voting premium* al premio relativo alla partecipazione di uno *shareholder activist*, tale da consentirgli di influenzare la gestione societaria.

Esistono due metodi per la determinazione del *voting premium*: (1) Il calcolo del differenziale fra azioni ordinarie e di risparmio, come misura dei benefici privati, scontato per la probabilità che abbia luogo un ricambio del controllo; probabilità che dipende dal grado di concentrazione, corrente e atteso, dell'assetto proprietario dell'impresa; e (2) Il calcolo del differenziale fra il prezzo di un blocco abbastanza grande da conferire una quota

²⁵⁸ Sono azioni che possono essere negoziate solo attraverso collocamenti privati, ma non possono essere cedute sul mercato per un periodo di due anni. Questi titoli vengono trattati con uno sconto significativo rispetto alle azioni delle medesime società, stimato in misura variabile tra il 30% e il 35%.

Per un'analisi delle ricerche sugli sconti di liquidità si veda S. Pratt, *Business Valuation, Discount and Premiums*, Wiley & Sons, 2001, pagine 99-110

Legislazione USA: www.sec.gov/answer/restrict.htm

significativa dei diritti di voto su di una società, e il prezzo di borsa delle azioni ordinarie alla data della transazione.

Ai fini della misurazione dei benefici privati del controllo si è ritenuto più corretto utilizzare il primo dei due metodi in quanto immune da alcune limitazioni che caratterizzano il secondo indicatore, ovvero il premio rilevato in occasione di una negoziazione di blocchi. Quest'ultimo, infatti, necessita di una serie di requisiti per essere riconosciuto come una giusta approssimazione dei benefici privati del controllo. Tra questi, dovendo trattarsi di un blocco di controllo, alla transazione di riferimento non deve seguire un'Opa obbligatoria, che ne influenzerebbe il prezzo di acquisto del blocco (nel senso che il prezzo dello stesso verrebbe scontato a fronte dell'onere derivante dall'Opa successiva al trasferimento del controllo)²⁵⁹.

Va rilevato che, a seguito delle riforme di *governance*, si è assistito a un incremento della protezione degli azionisti di minoranza dal rischio dell'espropriazione da parte degli azionisti di controllo, e di conseguenza i *voting premium* sono diminuiti. A ulteriore conferma che la separazione dei diritti sui flussi di cassa dai diritti di voto è generalmente ottenuta attraverso l'utilizzo di strutture piramidali e/o di due classi di azioni. La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) hanno mostrato che oltre il 30% delle società quotate in Austria, Francia, Germania, Honk Kong, Israele, Italia, New Zeland, Singapore, South Korea, Spain e Svezia sono caratterizzate da una combinazione di proprietà concentrata e strutture piramidali. Invece negli U.S. il 21% delle società familiari presenta due classi di azioni e le strutture piramidali sono praticamente assenti²⁶⁰.

Per quanto riguarda il fenomeno analizzato in questa tesi, molti sostengono che l'efficacia²⁶¹ dell'attivismo degli investitori istituzionali potrebbe avere influenzato il livello di applicazione delle riforme di *governance*, come ad esempio nel caso della riforma italiana di *corporate governance* del 1998 (Draghi law).

²⁵⁹ Dyck e Zingales (2002) rilevano ulteriori difficoltà nella selezione delle transazioni utili per la misurazione dei benefici privati, quali ad esempio quelle che insorgono nel caso di negoziazioni infragruppo o con parti correlate, ovvero che implicano l'esercizio di opzioni o avvengono a prezzi definiti secondo criteri di valutazione poco chiari.

²⁶⁰ Villalonga & Amit, 2008

²⁶¹ Speech of the Chairman of the Consob, Mr. Luigi Spaventa at the annual meeting with the Financial Market, 2001:12. "There have recently been signs of greter activism on the part of institutional investors".

Consob, Chairman of the Consob Speech, 2003:19. "Italian funds have taken part more actively in recent shareholders' meetings and their trade association has declared it intends to intervene always, albeit with token holdings, in order to ask for improvements in corporate governance practices"

Effetti e logiche della riforma del 1998

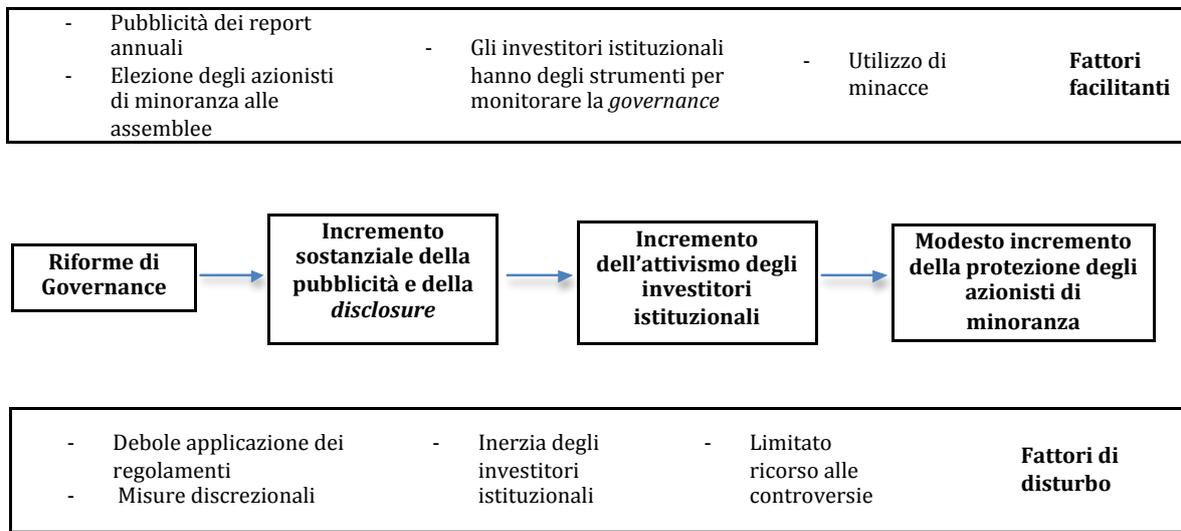


Figura 12

Il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio osservato sul mercato finanziario italiano è di molto superiore a quello rilevato in altri paesi, dove per il periodo 1984-1992, a causa della scarsa contendibilità delle imprese, ammontava mediamente all'80%, contro il 10% degli Stati Uniti e il 13% del Regno Unito.²⁶² Tale discrepanza trova conferma in uno studio più recente che, con riferimento a un campione di imprese quotate nel 1997, rileva un premio per il controllo in Italia pari in media al 24,6% (mediana 28,94%) circa del valore di mercato delle imprese, contro un valore non superiore al 10% per Stati Uniti, Regno Unito e paesi scandinavi²⁶³.

Il *voting premium* è solitamente calcolato applicando la metodologia mutuata da Zingales (1994), definita dal rapporto: $VP = (P_{ord} - P_{risp}) / P_{risp}$ dove P_{ord} e P_{risp} sono rispettivamente il prezzo delle azioni ordinarie e di risparmio.

Forniremo ad esempio il calcolo del *voting premium* su Telecom alla data 8 febbraio 2017:

$$VP = (P_{ord} - P_{risp}) / P_{risp} = (0,819 - 0,677) / 0,677 = 0,21 = 21\%$$

²⁶² Zingales, 1993.

²⁶³ Neova, 2000

3.3.3.3 Riallocazione del pacchetto a soggetti non contrari al piano

Sarà a questo punto possibile disegnare un modello per stabilire quando è conveniente per la società riallocare a soggetti non contrari al piano.

La valutazione *stand alone* di una società realizzata con il metodo DCF porta ai seguenti risultati:

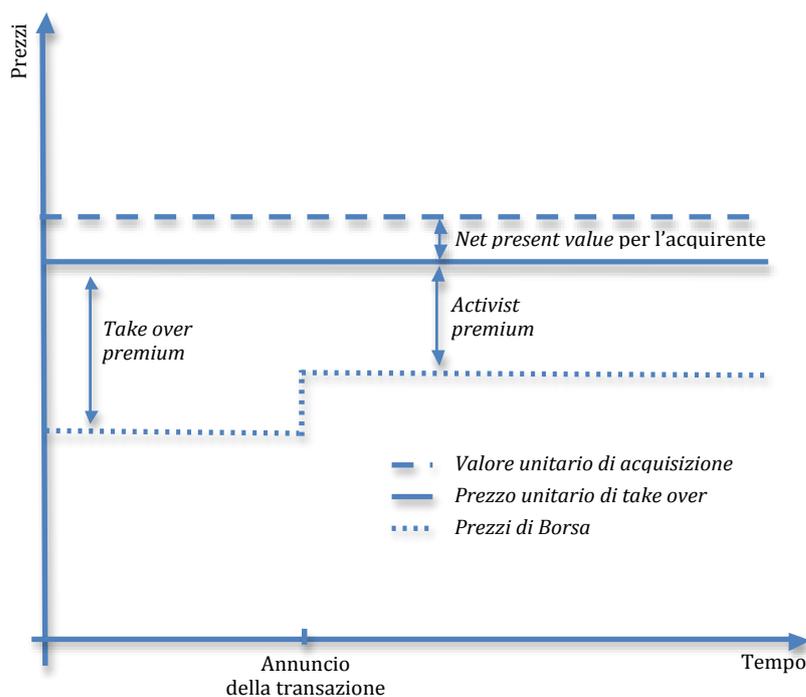
| | |
|-------------------------------|---|
| • Flusso normalizzato = | € 100.000 |
| • Tasso di attualizzazione = | 10% |
| • Durata dei flussi = | 20 anni |
| • Valore <i>stand alone</i> = | $€100\,000 * a_{20\uparrow 0,10} = € 851.350$ |

Lo schema di calcolo del *fair market value*, della quota del 3% di uno *shareholder activist*, può essere così rappresentato:

| | |
|--|-------------|
| a) Valore <i>stand alone</i> (100%) | € 851.350 |
| b) <i>Fair market value</i> “strategico” | € 1.080.755 |
| a * (1+ <i>take over premium</i> ²⁶⁴ medio del settore) | |
| a * (1+ 0,30) | |
| c) Valore proporzionale del pacchetto | € 54.038 |
| b * 0,03 | |
| d) <i>Activist premium</i> ²⁶⁵ (percentuale del valore del controllo parametrata alla dimensione del pacchetto) | 67% |
| 0,02 * 100/3 = 67% | |
| e) <i>Fair market value</i> del pacchetto | € 90.243 |
| c * (1+ d) | |

²⁶⁴ Disponibili su Mergerstat

²⁶⁵ Assumiamo quale misura del valore del controllo (rispetto alla capitalizzazione di borsa) mediamente retrocesso ai venditori la percentuale del 2%. Questa percentuale che può essere rettificata in considerazione della eventuale presenza di altri azionisti titolari di partecipazioni di rilievo, visti come limite alla possibilità di estrarre benefici privati.



Qualora, al netto delle considerazioni proposte in questo capitolo, il consiglio di amministrazione dovesse ritenere opportuno riallocare le partecipazioni degli attivisti a soggetti non contrari al piano, dovrà valutare se la transazione è conveniente o meno, per gli altri azionisti.

Supponiamo che la società target degli attivisti abbia un piano strategico a 5 anni, per portare le azioni ad un prezzo di €15.

Teoricamente, se un azionista non è d'accordo con il piano strategico della società, questa dovrebbe essere pronta a liquidare l'azionista per qualsiasi prezzo inferiore a €15.

Pagando l'azionista €12, la società gli riconoscerebbe un premio del 20%, sostenendo che gli altri azionisti possano "prenderli" €3 di differenza e spartirseli tra di loro.

In realtà i €3 sono da scontare al costo del capitale, lo stesso usato per scontare il piano strategico. Considerando che, mentre i €2 pagati all'azionista sono certi, i €3 previsti dal piano devono essere scontati a un certo premio per il rischio implicito, che rifletta anche il tempo necessario per la realizzazione del piano medesimo.

La società avrà quindi due possibilità:

- (1) Ricomprare le azioni attraverso un buyback oppure
- (2) Incaricare una banca per venderle a terzi.

Nel secondo caso, la banca riallocherà le azioni a un prezzo intermedio tra quello attuale e quello futuro. Il vantaggio dell'operazione si realizza se le azioni vengono vendute ad un premio il cui valore attuale è inferiore a

€5. Nel caso venga strutturata un'opzione put, il prezzo di questa sarà data dal differenziale tra il prezzo attuale e il prezzo target attualizzato ad oggi, ad un certo costo del capitale.

Quando è conveniente per la società riallocare a soggetti non contrari al piano di sviluppo?

- ✓ Quando queste azioni vengono vendute ad un prezzo che è inferiore al valore attuale dell'incremento delle azioni previsto dal piano.

La differenza (Δ) tra il prezzo previsto dal piano (B) e il prezzo di mercato dell'azione (A), attualizzata a oggi, varrà: $\Delta * (1 + Ke)^{-n}$

$$\text{Nel nostro esempio avremo: } VA\Delta = \text{€}15 - \text{€}10 * (1 + 8,4469\%^{266})^{-5} = \text{€}3,33$$

Il $VA\Delta$ sarà il premio massimo che la società sarà disposta a pagare all'azionista che recede, in altre parole PI (punto d'indifferenza) è il limite massimo sopra il quale la transazione sottrarrebbe valore agli azionisti a vantaggio dell'azionista che recede. Per converso, qualora dovesse essere riconosciuto un premio inferiore a $VA\Delta$, la società potrebbe redistribuire la ricchezza creata agli azionisti rimanenti.

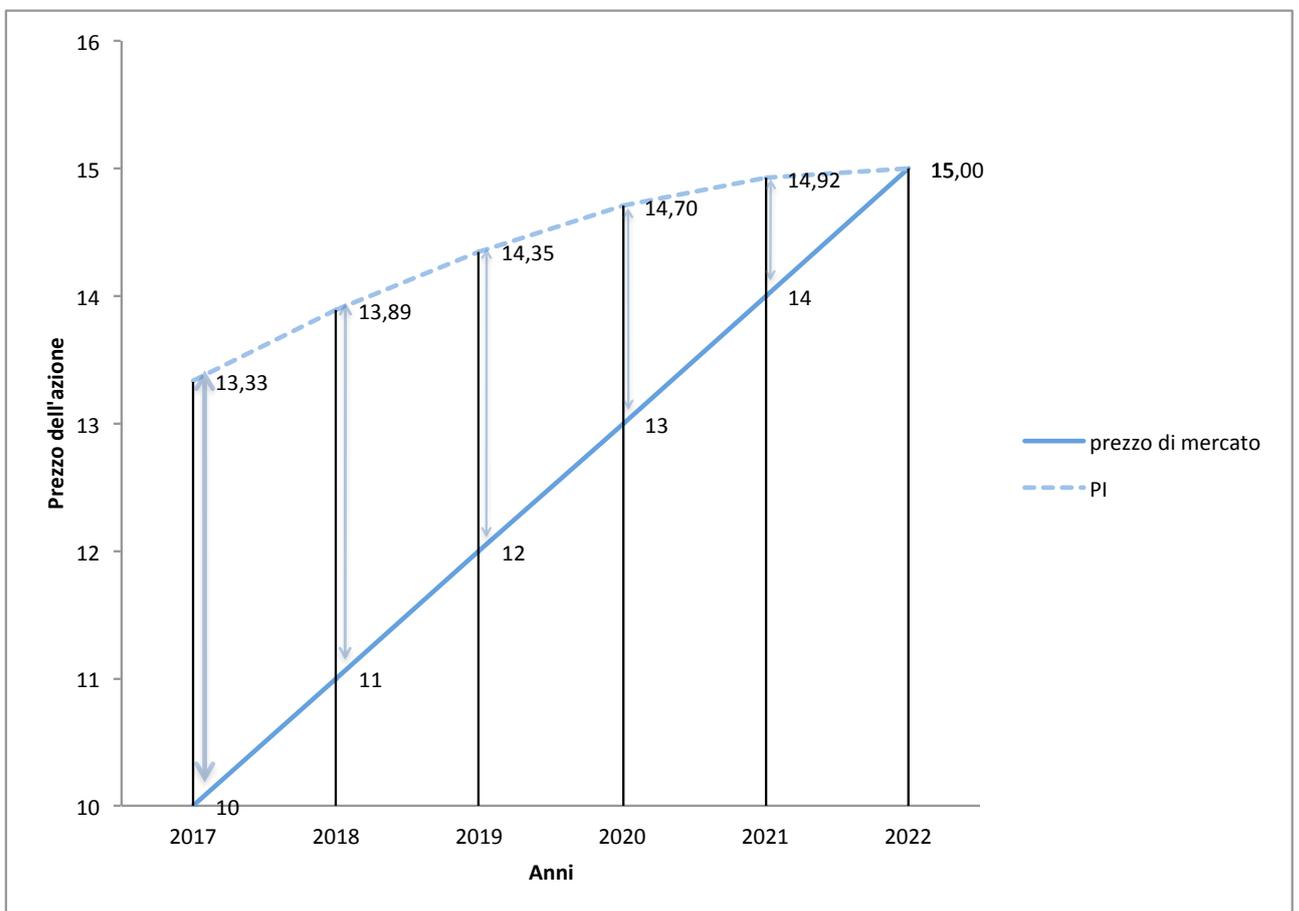


Figura 13

²⁶⁶ Il Ke o cost of equity, assunto in questo esempio come unico fattore di sconto del piano, è il costo del capitale azionario, e generalmente viene calcolato mediante l'impiego del Capital Asset Pricing Model (CAPM), in forza del quale:

$$\text{Costo del capitale azionario} = \text{Tasso risk-free} + (\text{Beta} * \text{Premio per il rischio di mercato})$$

4 GOVERNANCE E CONTROLLO

4.1 Shareholder activism e governance

Le domande che ci poniamo in questa sezione ci serviranno a differenziare una forma di attivismo aperta e volta a creare valore, da una strategia volta a coinvolgere gli azionisti di controllo per ottenere i benefici privati del controllo.

Fino ad oggi la letteratura, almeno parzialmente, ha ritenuto l'attivismo degli investitori istituzionali, una replica dei "blocchi" azionari presenti nei sistemi di *governance* della Germania e del Giappone, a colmare quel vuoto nelle attività di monitoraggio manageriali che, negli anni 80 hanno innescato il fenomeno dei *takeover* ostili negli Stati Uniti.

Secondo questo punto di vista, come spiegato nel precedente capitolo, un coinvolgimento più attivo nella corporate *governance* da parte di investitori istituzionali può diventare, a prescindere dal paese in cui si manifesta, un valido sostituto della disciplina imposta ai manager dalla minaccia di una scalata ostile o di una battaglia di deleghe.

Da quando gli investitori istituzionali hanno incrementato il loro impegno nelle attività di corporate *governance*, introducendo proposte di deleghe e negoziando con il management, con l'obiettivo di incrementare l'efficacia del governo societario, gli economisti hanno cercato di misurare effetti dello *shareholder activism* sulle performance delle società *target*.

In assenza di una chiara relazione tra l'attivismo e la performance di lungo periodo, è importante riconoscere che i fattori che condizionano il funzionamento dello *shareholder activism* sulla corporate *governance*, sono per la maggior parte quei fattori che gravano o diminuiscono i costi di transazione. A seguito di questa considerazione, diventerà necessario capire quando gli investitori istituzionali che si impegnano nell'attivismo sono motivati da ragioni strumentali piuttosto che di incremento del valore o delle performance finanziarie.

Il motivo per cui una campagna attivista potrebbe non influenzare il prezzo di mercato della società interessata, non è tanto relativa al contenuto delle proposte, quanto piuttosto che le proposte ricavano solo una minoranza dei voti²⁶⁷. Allora il mercato, di fronte ad una proposta che non ha raggiunto un supporto consistente, non reagirà alla notizia. Il motivo in questo caso, dal momento che la proposta non ha ottenuto la maggioranza dei voti, è che non ci sono ragioni di credere che il management intraprenda delle azioni per adottare i cambiamenti suggeriti dagli attivisti, perciò non è presente alcun fattore da prezzare.

Nonostante ciò, il supporto per le proposte, come evidenziato nel primo capitolo, è in costante crescita. È particolarmente rilevante per specifiche categorie di proposte e, come si è riscontrato, il management potrebbe rispondere a delle proposte, senza che queste raggiungano la maggioranza dei voti. Questi fattori suggeriscono che gli studi dovrebbero rilevare delle variazioni di prezzo significative l'anno successivo a quello in cui si è osservato

²⁶⁷ Roberta Romano, "Does Confidentiality Proxy Voting Matter?" 4, 6 (novembre 2000)

un incremento del supporto sulle proposte, o dove le proposte abbiano ottenuto una quantità di voti sufficiente ad indurre una risposta da parte del management.

La mancanza di considerevoli effetti positivi a seguito di determinate proposte, suggerisce che ci siano ulteriori ragioni, diverse dal fatto che il mercato assuma che le proposte verranno ignorate dal management.

Le spiegazione fornita da Black²⁶⁸, riguardo all'insignificante effetto sul prezzo dovuta all'inabilità degli investitori istituzionali di organizzarsi efficacemente, è poco convincente dal momento che questa categoria di investitori al momento della promozione delle proposte può contare su blocchi azionari rilevanti in molte società, e hanno una rete di contatti, tra cui le più recenti società di Proxy Advisor, capaci di mitigare i problemi derivanti da azioni collettive. La sua analisi alternativa, dove sottointende che gli azionisti siano in possesso di informazioni limitate riguardo all'efficacia delle proposte, trova un riscontro in questo lavoro di tesi, dove abbiamo già esposto l'apparente paradosso all'interno del quale i manager meglio informati e capaci di riconoscere le proposte utili, continuano a sostenere quelle proposte improduttive che permettono loro di ottenere dei benefici personali, a causa dell'assenza di forti incentivi del consiglio di amministrazione o dei fondi nel sorvegliare il management. È possibile inoltre notare che, differenza dei fondi pensione pubblici, i fondi privati non vengono coinvolti dagli attivisti, a causa della minore probabilità che i manager di queste organizzazioni possano ottenere dei benefici (personali) dall'essere coinvolti dagli azionisti attivi piuttosto che i manager di fondi pubblici²⁶⁹.

In ultimo, Black riconduce lo scarso impatto sui prezzi al basso livello di *shareholder activism*, una spiegazione oggi incompleta perché non è tanto il livello di spese dell'investitore istituzionale, quanto lo specifico oggetto del loro attivismo, a decretare un'assenza di effetto sul prezzo²⁷⁰. Anche se gli investitori istituzionali dovessero spendere una maggiore quantità di risorse nelle loro proposte per assicurarsi un successo in fase di voto, a meno che il soggetto delle loro proposte non fosse esposto a criticità, non ci sarebbe una reazione sul prezzo azionario.

Un'ipotesi che proponiamo in questa sezione è che il motivo per cui alcune proposte non generano cambiamento sul corso delle azioni interessate, sia che le modifiche alla *corporate governance* proposte dagli investitori istituzionali non produrrebbero effetti significativi sui flussi di cassa della società.

Una revisione della letteratura ha reso evidente che, per una grande percentuale di strutture di *governance* che sono oggetto di *shareholder activism*, come i consigli di amministrazione indipendenti, limiti ai compensi del

²⁶⁸ Bernard Black: "Shareholder activism and Corporate Governance in the United States

²⁶⁹ Gile R. Downes, Jr e altri, "Institutional Investors and Corporate Behavior 32-34 (1999)

²⁷⁰ Mentre il numero di investitori istituzionali che si impegnano in campagne attiviste rimane ancora oggi molto limitato, il numero di soggetti che hanno intrapreso un takeover ostile non è di molto maggiore se comparato alle diverse grandezze sull'effetto dei prezzi. Per esempio, nel 1986, solo 40 sei 3300 takeover erano ostili, e va considerato che quell'anno ha registrato il numero massimo di scalata, Micheal C Jensen, "Takeover: Their Causes and Consequences", 2 J. Econ. Persp., Inverno 1998, 21-22. E il premio nei takeover ostili era incorporato nel prezzo dell'azione immediatamente dopo l'annuncio dell'offerta (in media del 40%). Gregg A. Jarrel & Annette B. Poulsen, "Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading of Market Anticipation?", 5 J.L. Econ & Org. 225, 226-27. 244 (1989).

management e il *confidential proxy voting*, c'è una scarsa o assente quantità di dati a dimostrazione che l'utilizzo di queste tecniche migliori la performance. Motivo per cui non ci si dovrebbe sorprendere se lo *shareholding activism* volto alla riforma di queste strutture di *governance* non produca risultati positivi, risultati che potrebbe persistere indipendentemente dal voto atteso sulla proposta.

Gli accordi, negoziati tra gli investitori istituzionali e il management, a seguito di una proposta ritirata si sono invece dimostrati capaci di produrre effetti positivi sul prezzo azionario.

La nostra spiegazione è che cessare una campagna attivista, come ritirare una proposta, induca un effetto positivo sul prezzo, perché fornisce informazioni positive sulla qualità del management. In tal caso appare come i manager assumano un atteggiamento proattivo nei confronti degli investitori, non cerchino di radicarsi o prevenire azioni promosse dagli azionisti e siano capaci di accettare un'offerta di acquisto che accresca il valore della società.

Un effetto negativo sul prezzo è similmente spiegato in risposta alle negoziazioni, percepite dal mercato come una qualità del management più bassa di quanto percepito prima dell'intervento degli attivisti.

Una spiegazione basata sulle rivelazioni d'informazioni nascoste è quindi preferibile a una più diretta spiegazione dei risultati empirici sulla logica della massimizzazione del valore, la quale ci porterebbe a considerare tutte le proposte rifiutate dal management come incapaci di generare valore. L'analisi dei risultati in base alla massimizzazione del valore produrrebbe inoltre insoddisfazione in quanto le proposte non sono sufficientemente differenziate tra loro per poter spiegare perché alcune proposte massimizzano il valore per alcune società ma non per altre.

La mancanza di un supporto empirico a favore dello *shareholder activism* potrebbe derivare dal valore dei meccanismi di corporate governance contenuti nelle proposte. I meccanismi di *governance* che interessano maggiormente gli attivisti, le riforme del CdA, le misure difensive contro i *takeover*, le remunerazioni del management e il voto confidenziale, sono stati soggetti di vaste ricerche. In breve, le riforme che hanno interessato il CdA e le remunerazioni non si sono dimostrate capaci di aggiungere valore; i risultati empirici sulle misure *anti-takeover* sono invece poco chiari, solo parzialmente riscontrano effetti negativi di alcune tattiche che gli attivisti hanno cercato di rimuovere; e l'implementazione del voto fiduciario non ha avuto impatti sui risultati delle votazioni o sulla performance.

Per concentrarci solamente sulle proposte degli azionisti che vengono solitamente raccomandate, dovremmo analizzare quelle che propongono un cambiamento nella composizione e nella struttura del CdA per

aumentarne l'indipendenza dal management²⁷¹. Le proposte che hanno interessato questo tipo di riforme variano dal 9%²⁷² al 16% di tutte le riforme della *corporate governance* negli studi²⁷³ sullo *shareholder activism*.

Comunque, le società all'interno delle quali il CdA riflette le richieste delle *shareholder proposal*, quindi le società che hanno la maggioranza di amministratori che sono indipendenti o che separano la funzione del presidente del CdA da quello dell'amministratore delegato, non performano significativamente meglio di quelle società i cui CdA con un minor numero di componenti esterni²⁷⁴ o senza la cosiddetta CEO-duality²⁷⁵.

Sebbene i CdA indipendenti non influenzino la performance, è sostenuto che possono assolvere ad una funzione di monitoraggio e portare benefici agli azionisti, in casi straordinari o situazioni di crisi²⁷⁶. Per esempio, Micheal Weisbach ha evidenziato che c'è un'elevata probabilità di ricambio del CEO a seguito di un periodo di scarsa performance, in presenza di una maggioranza di amministratori esterni, sebbene Wayne Mikkelson e Megan Partch non abbiano riscontrato una correlazione tra la composizione del board, CEO turnover e performance²⁷⁷. Coerentemente a quanto detto, uno studio ha evidenziato che la nomina di consiglieri esterni²⁷⁸ ha

²⁷¹ Ira M. Millstein & Paul W. MacAvoy, *Essay: "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation*, 98 *Colum. L. Rev.* 1283, 1291 (1998).

²⁷² 4.2% secondo il più recente (2014) di J.P. Morgan "The Activism revolution, Understanding and navigation a new world of heightened investor scrutiny"

²⁷³ Del Guercio & Hawkins, "The motivation and impact of pension Fund Activism" 52 *J. Fin. Econ.* 293,297 (riscontrano che i problemi sull'indipendenza del board rappresentano solo il 9% delle proposte); Stuart Gillan & Laura T. Starks, "Corporate Governance Proposal and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investor, 57 *J. Fin. Econ.* 275, 295. (dove affermano che i problemi d'indipendenza del board pesano solo per il 9% delle proposte identificabili); Sunil Wahal: "Pension fund activism and firm performance, 31 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 1 (afferma che i problemi di indipendenza del board rappresentano il 16% delle proposte) mentre Jonathan M. Karpoff ("Does Shareholder Activism Work?" a survey of empirical findings) non riporta alcuna attività rivolta all'indipendenza del board nei contenuti delle proposte identificate.

²⁷⁴ Una vasta letteratura a riguardo è revisionata da Sanjai Bhagat & Bernard Black: "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", 54 *Bus. Law* 921 (1999) e Roberta Romano: "Corporate Law and Corporate Governance", 5 *Indus & Corp. Change* 277, 284-90.

La maggior parte degli studi non trova alcuna significativa correlazione tra la performance e l'indipendenza, con solo alcune evidenze di una relazione negativa. Solo uno studio, quello di Millstein & MacAvoy (supra nota 5), rileva una relazione positiva.

²⁷⁵ Di sei studi che hanno analizzato questo fenomeno, quattro non riscontrano alcuna differenza, invece, ne riscontrano un incremento della performance dove le posizioni non sono separate. B. Ram Baliga et al.: "CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?", 17 *Strategic MGMT J.* 41; S.V. Berg & S.K. Smith: "Ceo and board Chairman: a quantitative study of dual vs. Unitary board leadership", 3 *Directors & Boards: The J. Of Corp. Action* 34-37; James A. Brickles: "Leadershi Structure: Separating the Ceo and Chairman of the Board, 3 *J. Corp Fin.* 189; Rajeswararao S. Chaganti et. Al: *Corporate Board size, composition and corporate Failures in retailing Industry*", 22 *J. MGMT. Stud.* 400.

²⁷⁶ Roberta Romano: "Corporate Law and Corporate Governance", 5 *Indus & Corp. Change* 277, 284-90

²⁷⁷ Comparazione tra Micheal Weisbach, "Outside Directors and CEO Turnover", 20 *J. Fin. Econ.* 431 e Wayne H. Mikkelson & M. Megan Partch: "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, 26 *J. Fin. Econ.* 175.

²⁷⁸ Per una definizione più puntuale di amministratore esterno (outsider): Bocconi Aldaf academy 2013 "L'apertura del consiglio di amministrazione a non familiari", Corbetta & Minichilli.

innescato reazioni di prezzo positive, anche quando la maggioranza era già indipendente²⁷⁹. Le evidenze suggeriscono che la nomina di un amministratore esterno potrebbe segnalare che la società intende affrontare i problemi aziendali, anche se la composizione del CdA non influisce sulla profittabilità di lungo periodo.

Anche la ricerca dell'effetto sugli amministratori indipendenti, per le società target di takeover, ha prodotto risultati incerti: uno studio ha evidenziato che la composizione del CdA non influenza la probabilità della scalata o della grandezza media del premio²⁸⁰, mentre un altro ha riscontrato che i premi erano più alti per le target con i CdA la cui maggioranza di consiglieri era indipendente, in particolar modo quando la società ha resistito all'offerta, ma la composizione del CdA non ha influenzato il successo di un'offerta, e il guadagno medio della scalata non era significativamente diverso per le società i cui CdA erano indipendenti²⁸¹.

In ultimo, i *buyout*²⁸² guidati dal management di società con un CdA indipendente, hanno avuto dei più alti *abnormal return*²⁸³ di quelli con un CdA “*insider*”²⁸⁴. Mentre i dati sull'impatto degli amministratori indipendenti sul valore ottenuto dai disinvestimenti, sono poco chiari²⁸⁵.

Dal momento che la maggior parte delle società non viene coinvolta in *takeover* ostili o *management buyout*, i benefici attesi dall'incremento dell'indipendenza dei CdA nella società media sono abbastanza bassi, in particolar modo se non ci sono dati a sostegno di una più alta frequenza di queste transazioni nelle società con un CdA indipendente. In più, la probabilità di un ricambio dell'AD a seguito di una scarsa performance, sebbene sia più alta per i CdA indipendenti, è ancora molto bassa e, in ogni caso, il CdA indipendente non è in grado di evitare una scarsa performance.

Una spiegazione per il fallimento nella ricerca di una relazione tra CdA indipendente e miglioramenti nella performance è che la struttura ottimale può variare sensibilmente da società a società. Dal momento che la scelta della struttura del CdA è esterna al management, se le società con requisiti diversi selezionano diverse proporzioni di amministratori indipendenti, non ci dovremmo aspettare di trovare performance significativamente diverse in uno studio trasversale sui CdA.

Le proposte degli attivisti per cambiare le strutture dei consigli di amministrazione, quindi, non miglioreranno il valore della società il cui management ha già ottimizzato la dimensione dell'indipendenza del

²⁷⁹ Stuart Rosenstein & Jeffrey G. Wyatt, *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, 26 *J. Fin. Econ.* 175.

²⁸⁰ Anil Shivdasani, *Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers*, 16 *J. Acct. & Econ.* 167.

²⁸¹ James F. Coter et al., “Do independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?”, 43 *J. Fin. Econ.* 195.

²⁸² Per approfondimenti: page.ster.nyu.edu/~iggidy/LBO_note.pdf

²⁸³ Termine utilizzato per indicare un rendimento osservato su un certo periodo diverso da quello atteso.

²⁸⁴ Bocconi Aldafacademy 2013 “L'apertura del consiglio di amministrazione a non familiari”, Corbetta & Minichilli.

²⁸⁵ Robert C. Hanson & Moon H. Song: “Managerial Ownershi, Board Structure, and the division of Gains in Divestitures”, 6 *J. Corp. Fin.* 55, 67-68 .

consiglio. Saranno capaci di incrementare il valore solo se il management ha commesso un errore. Il non essere riusciti a documentare gli effetti positivi sul prezzo derivanti dalle *shareholder proposal* sulla composizione del CdA suggeriscono che gli attivisti non siano in possesso di informazioni migliori rispetto alla struttura ottimale del consiglio stesso e che l'attivismo non sia in grado di migliorare le decisioni sulla struttura del CdA. A supporto di questa conclusione si può osservare che le società target degli attivisti tipicamente hanno già una maggioranza di amministratori indipendenti²⁸⁶ e che la proporzione di tali amministratori è ben più alta delle società non-target²⁸⁷.

A prescindere dalla correttezza delle evidenze fino a ora riportate, che un consiglio di amministrazione abbia raggiunto la sua composizione ottimale di amministratori indipendenti o meno, la letteratura accademica ci suggerisce che i mercati non valuteranno positivamente le *shareholder proposal* che sono alla ricerca di una maggiore indipendenza nel consiglio di amministrazione.

²⁸⁶ John M. Bizjak & Christopher J. Marquette: "Are shareholder Proposal All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolution to rescind Poison Pills", 33 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 499

²⁸⁷ Micheal Smith: "Shareholder Activism by Institutional Investors: evidence from CalPERS", 51 *J. Fin.* 227, 232. TIAA-CRED è il fondo pensione per gli insegnanti universitari delle istituzioni private.

4.2 Migliorare l'impatto dell'attivismo sulla *corporate governance*

Alla luce di diversi studi, che evidenziano una difficoltà da parte degli attivisti di migliorare le performance della società, è utile interrogarsi se gli investitori istituzionali debbano riesaminare le proposte, al fine di gestire più efficacemente le proprie risorse.

In questa tesi è proposto un approccio al problema che si compone di due attività.

È proposto un primo meccanismo interno, per mezzo del quale i consigli dei fondi si impegnano a revisionare periodicamente i loro programmi attivisti al fine di identificare quali, tra gli obiettivi di *governance*, siano i più proficui.

Secondariamente, a fronte degli elevati costi delle *shareholder proposal* e, in aggiunta al meccanismo di controllo interno, è proposto un metodo di rivalutazione interna, per eliminare o ridurre i finanziamenti delle *proxy proposal* che non hanno raggiunto un sostanziale supporto di voti.

4.2.1 Controlli interni: ridurre l'attivismo che non massimizza il valore

Una modalità per ridurre la probabilità che lo *shareholder activism* diventi un'attività incapace di generare valore, è data dal miglioramento della qualità del processo decisionale degli investitori istituzionali, attraverso una completa, formale, revisione interna dei programmi di *corporate governance*.

Tali revisioni dovrebbero includere una valutazione delle verifiche empiriche riguardanti l'oggetto della proposta considerata, assieme al risultato sul voto registrato dalle precedenti proposte presentate. La revisione dovrebbe essere trasmessa al CdA del fondo e non semplicemente a chi supervisiona i programmi attivisti. Questa procedura permetterebbe al consiglio del fondo di identificare meglio le più utili opportunità di attivismo, agevolando l'assolvimento dei doveri fiduciari²⁸⁸ a beneficio dei loro clienti. Un meccanismo formale di *reporting* sulle attività del fondo e della loro efficacia, metterebbe sullo stesso piano gli amministratori e i manager del fondo stesso, diminuendo così la possibilità che, a causa di asimmetrie informative interne, i manager proponano una agenda al CdA composta da proposte di *corporate governance* incapaci di aggiungere valore.

La revisione formale delle attività di *corporate governance* dovrebbe anche essere incorporata nel report annuale del fondo o nel documento annuale che viene trasmesso ai beneficiari o detentori di quote del fondo. Essendo documenti pubblici, sarà utile ai sottoscrittori del fondo come strumento di *monitoring* sui manager e sul valore del portafoglio.

I fondi dovranno allora chiedersi come rispondere alle revisioni delle proposte. Le proposte che la letteratura sulle tattiche di *corporate governance* ha mostrato ad impatto negativo sulla performance, ad esempio quelle che hanno imposto limiti ai compensi dei manager, dovrebbero essere scartate. È bene orientarsi verso quelle proposte i cui risultati siano stati almeno ambigui, come le proposte di attenuare le misure difensive *anti-takeover*. Questa abitudine richiederà che il personale sviluppi conoscenze specifiche della società target prima di

²⁸⁸ Capitolo 1.2, *supra* nota 55

impegnarsi attivamente: poichè la letteratura empirica riscontra che le misure difensive anti-takeover producono effetti sul prezzo azionario a seconda della composizione del CdA e della dimensione della società²⁸⁹, le proposte per eliminare queste difese avrebbero, di conseguenza, effetti positivi per alcune società piuttosto che per altre.

Se il fondo non possiede adeguate conoscenze specifiche sulle società target, dovrebbero essere scoraggiate le proposte il cui impatto è correlato direttamente alle caratteristiche della società medesima, come la rescissione dalle misure difensive contro i tentativi di scalata. Alcuni investitori istituzionali, consapevoli di ciò, hanno adattato le loro attività di *corporate governance* di conseguenza. Del Guercio e Hawkins notano, a tal proposito, che i fondi pensione fortemente indicizzati di New York non sponsorizzano proposte che hanno come oggetto le *poison pill* perché “richiedono troppe competenze specifiche sulla società”²⁹⁰.

Similmente dovrebbero essere rivalutate ed eventualmente eliminate le proposte che ricevono scarso supporto dagli altri investitori; non sorprende che di fatto siano proposte i cui obiettivi hanno avuto un minor impatto sul valore della società. La ragione sottostante a questo criterio è che il livello di supporto è una buona approssimazione del giudizio degli altri investitori (informati) relativamente alla proposta. Quindi, possiamo giungere alla conclusione che le proposte che raggiungono i più alti livelli di consenso sono probabilmente quelle che massimizzano il valore azionario²⁹¹. Solo se le convinzioni degli azionisti sul valore di una certa proposta non sono obiettive, il livello di supporto non sarà una corretta approssimazione dell’impatto della proposta.

Dato il gran numero e la diversità degli investitori istituzionali e le loro fonti informative, comunque, non è uno scenario plausibile che gli investitori sistematicamente si sbagliano a valutare l’effetto delle proposte. Si suppone che gli errori degli azionisti nel valutare una particolare tattica di *corporate governance* siano distribuiti casualmente. In questo scenario, con una base di azionisti abbastanza grande, gli errori degli investitori verrebbero cancellati dalla proporzione di voti a favore della proposta capace di creare valore.

Un tipico esempio riguarda le proposte che hanno a oggetto le tattiche difensive. Jamil Aboumeri ha notato con sorpresa che gli azionisti votano per la maggior parte a favore della rescissione delle *poison pill* sebbene le sue

²⁸⁹ James A. Brickley et al. “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills”, 35 *J. Fin. Econ.* 371, 379. (l’autore ha riscontrato effetti negativi per le società in cui il consiglio di amministratore era composto da consiglieri “insider”)

M. Andrew Fields & Janet M. Todd: “Firm Size, Antitakeover Charter Amendments, and the Effect of State Antitakeover Legislation, 21 *Managerial Fin.* 35 (Gli autori riscontrano effetti negativi per le società di piccole dimensioni)

²⁹⁰ Diane Del Guercio & Jennifer Hawkins: “The motivation and Impact of Pension Fund Activism”, 52 *J. Fin. Econ.* 305-306

²⁹¹ Steward J. Schwab & Randall S. Thomas: “Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Union, 96 *Mich. L. Rev.* 1018, 1033.(gli autori sostengono che gli azionisti sono più propensi a sostenere quelle proposte supportate dai sindacati, che hanno il potenziale di migliorare la performance piuttosto che quelle che hanno ad oggetto gli interessi dei lavoratori)

ricerche evidenzino notevoli benefici da queste difese²⁹². La letteratura che studia l'impatto delle poison pill sulle acquisizioni, comunque, non offre risultati chiari, ma in particolare rileva che gli effetti variano considerevolmente a seconda delle caratteristiche della società.²⁹³ È altresì ragionevole per gli investitori credere che la rimozione di una *pill* sia da favorire in alcune società, e quindi supportare tali proposte, contrariamente a quanto affermato da Aboumeri. Esistono comunque potenziali errori casuali che potrebbero influenzare i risultati di una votazione. Se gli azionisti non informati ritengono che l'investitore istituzionale che sponsorizza una proposta sulle misure difensive sia informato a sufficienza sulle caratteristiche rilevanti della società, allora le proposte saranno capaci di attrarre più voti di quanto giustificabile²⁹⁴. Una completa revisione della procedura mitigherebbe tale problema: gli investitori istituzionali, rivalutando i programmi attivisti, intraprenderebbero l'azione solamente se in possesso dei requisiti di conoscenze specifiche sulla società.

Una revisione periodica del programma è importante anche perché lo *shareholder activism*, nella sua esecuzione di raccolta di deleghe, non è privo di costi, benchè rimanga certamente meno dispendioso dell'attivismo che comporta cambiamenti di controllo.

Per esempio, CalPERS ha stimato che il costo annuale dei suoi programmi attivisti sia di \$500,000 (rappresentanti lo 0,002% degli asset del fondo)²⁹⁵. Del Guercio e Hawkins evidenziano che i fondi pensione attivisti esaminati nei loro studi hanno speso meno della metà di un punto base (0,01%) all'anno nei loro programmi di corporate governance, con una spesa media di \$50,000-\$1 milione²⁹⁶. Hanno inoltre affermato che la TIA-CREF spenda annualmente \$1 milione, lo 0,002% dei suoi asset, nei suoi programmi di *corporate governance*²⁹⁷. Altre strategie di corporate governance, come votare contro le proposte del management e contro i candidati del CdA di società con scarsa performance, sono molto più economiche da implementare rispetto a una agenda attivista: ad esempio, la stima annuale di un programma "vote no" è di \$100,000²⁹⁸.

²⁹² Lo studio mostra che le società con le poison pill non sono soggette a minori tentativi di scalate di successo rispetto a quelle che non le hanno. Jamil Aboumeri: "Poison Pills and Shareholder Value", 68 *Aspen Law and Business Corporation* 24.

²⁹³ James A. Brickley et al., "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills", 35 *J. Fin. Econ.* 371, 379

²⁹⁴ *Supra* nota 25

²⁹⁵ Micheal Smith: "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", 51 *J. Fin.* 227, 232
Nel quinto e ultimo capitolo tratteremo le evidenze empiriche anche a riguardo dei costi delle campagne attiviste, dove il costo di una singola campagna che si conclude con una battaglia di deleghe ammonta in media a \$10,7 milioni.

²⁹⁶ Diane Del Guercio & Jennifer Hawkins: "The motivation and Impact of Pension Fund Activism", 52 *J. Fin Econ*, 328

²⁹⁷ *Ibid* alla 328, n. 4

²⁹⁸ Vedere Joseph Grundfest, *Just Vote No: "A minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates"*, 45 *Stan L. Rev.* 857, 911-12.

Data la differenza di costi tra i meccanismi attivi di investimento e quelli passivi, per monitorare il management e l'inefficacia dello *shareholder activism* nel migliorare la *corporate governance*, da un punto di vista "fiduciario" i manager dei fondi dovrebbero giustificare le spese dei loro programmi al consiglio di amministrazione. Identificare le specifiche strutture societarie o i processi che aumentano il valore azionario in relazione ai dati disponibili, migliorerà la qualità del processo decisionale e consentirà di attuare quei programmi di *corporate governance* in linea agli obblighi dei doveri fiduciari del fondo stesso. I fondi attraverso il processo di revisione si concentreranno su quelle proposte che hanno maggiori probabilità di ottenere un maggior supporto dai voti, come la rescissione di tattiche difensive.

Un appropriato sistema di controllo interno per i programmi di *shareholder activism* non può essere dettagliatamente specificato per due ragioni. La prima è che i benefici di alcuni meccanismi di *corporate governance* variano a seconda di caratteristiche specifiche della società, motivo per cui criteri troppo specifici limiterebbero l'abilità di risposta del un fondo. La seconda è che, data la dinamica evoluzione delle strutture societarie e delle strategie di *corporate governance*, non sarebbe prudente raccomandare l'esclusione delle proposte che hanno a oggetto la *corporate governance*. Invece, un meccanismo per filtrare le proposte che il fondo presenta, dovrebbe essere implementato, e dovrebbe tenere in considerazione la letteratura ma rimanere sufficientemente elastico per adattarsi a nuove evidenze o nuove circostanze.

I CdA dei fondi pensione dovrebbero trovare sufficientemente desiderabile l'implementazione della revisione proposta, tanto da intraprenderla volontariamente come best practice per il management. Potrebbe invece essere più difficile per i CdA valutare l'efficacia dei loro programmi, dal momento che probabilmente non sono in possesso dell'esperienza necessaria. L'incapacità di valutare l'efficacia dei programmi attivisti potrebbe tradursi in un'esitazione nell'adottare il processo di revisione formale o nell'implementarla con efficacia.

Un problema potenzialmente più importante per il CdA di un fondo, sarebbe una eventuale pressione politica: gli amministratori nominati politicamente potrebbero supportare un'agenda attivista favorita dai propri elettori, lasciando così spazio ad una minor considerazione sul valore del portafoglio²⁹⁹. I politici all'interno di un CdA di un fondo attenuerebbero significativamente l'incentivo a intraprendere la nostra proposta di revisione. In questo caso, l'adozione della procedura garantirebbe ai gestori del fondo, i cui interessi rientrano nella massimizzazione del portafoglio di aziende, un'adeguata protezione dai membri del CdA politicizzati le cui intenzioni sono basate su obiettivi politici e sociali.

La politicizzazione ha creato un problema, ad esempio, per i dipendenti del CalPERS³⁰⁰, dove i componenti politici del CdA del fondo, hanno anteposto politiche di investimento diverse dai gestori del fondo, con la finalità di disinvestire dalle aziende produttrici di tabacco. In uno studio si sostiene che il CdA del CalPERS

²⁹⁹ Roberta Romani: "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", 93 *Colum. L. Rev.* 795, 822.

³⁰⁰ Joel Chernoff: "CalPERS Mulls Political Issues", *Pensions & Investments*.

sia da considerarsi influenzato “in ogni singola attività” del fondo “dalla politica di investimento nella *corporate governance*”³⁰¹. Sarebbe nell’interesse del management implementare la procedura di revisione proposta, come elemento esterno di controllo del CdA e come scudo contro potenziali ostacoli fiduciari.

Esistono diverse strade percorribili per una completa adozione di pratiche formali, per controllare internamente i fondi attivisti; una di questa potrebbe essere la richiesta di una certificazione: ai fondi potrebbe essere richiesto di ottenere un’approvazione da una terza parte indipendente, come ad esempio una società di audit, che su base periodica, certifichi che l’investitore istituzionale ha intrapreso una revisione completa dei suoi programmi attivisti³⁰².

La certificazione di tali processi è complessivamente ragionevole, in accordo con l’attuale tendenza degli auditor, di certificare il processo piuttosto che la transazione o i suoi risultati (elementi che sono verificabili quantitativamente e quindi coerenti alla tradizionale attività degli auditor)³⁰³. In aggiunta, alle tradizionali società di *accounting*, è stato da poco richiesto di revisionare una varietà di informazioni qualitative riguardanti i controlli interni³⁰⁴, cominciando ad offrire servizi di *assurance*, attraverso i quali esprimono una volontà di certificare una certa materia oltre ai dati finanziari e contabili utilizzati nell’audit³⁰⁵. È chiaro che l’evoluzione dell’efficacia della revisione sui programmi di *corporate governance* rende l’esperienza degli auditor più adatta alla funzione di certificazione rispetto ad altri professionisti del settore, come avvocati o società di consulenza. Dal momento in cui si dovessero sviluppare degli standard di best practice, le società di *accounting* potrebbero certificarne l’adozione da parte del fondo.

³⁰¹ Joel Chernoff: “CalPERS Tilts Toward Labor”, *Pensions & Investments*.

³⁰² A proposito rimando all’articolo: “ISB Gives Guidance to Auditors on Derivatives Accounting”, *Fed. Sec. L. Rep. (CCH) No. 1919*, at 3 (dove viene discussa l’interpretazione degli standard di indipendenza dei CdA riguardo alle disposizioni degli auditor)

³⁰³ Si veda: “KPMG, *The Financial Statement Audit 9*”; Anita Dennis: “*Becoming a Business Partner: Toward a More Dynamic Internal Audit Department*”, 183 *J. Acct.* 72, 74 (citandola: “eravamo soliti analizzare le transazioni; adesso analizziamo i processi”)

³⁰⁴ si veda: *Official Releases, Auditing Interpretation, Statements of Position 98-4, 98-5 e 98-6*, 186 *J. Acct.* 95

³⁰⁵ Si veda KPMG Global Services al sito <http://www.kpmg.com/services> (dove viene dichiarato che “KPMG è un centro di eccellenza per l’assurance, il tax and legal e i servizi di consulenza finanziaria. Dove le pratiche di assurance “aiutano i clienti a gestire i rischi per potersi meglio concentrare sul loro core business”)

Se tali certificazioni sulle revisioni de programmi attivisti venissero richieste dalle autorità di regolamentazione³⁰⁶, allora gli investitori istituzionali dovrebbero chiaramente intraprenderli. Ma la varietà di fondi e di proposte rende problematica l'implementazione di una disciplina unica. Per esempio, in America, i fondi pensione pubblici sono regolati da legislazioni statali³⁰⁷, i fondi di sindacati dal Department of Labor (DoL)³⁰⁸, e i fondi comuni di investimento, che solo negli anni più recenti, a seguito di incoraggiamenti³⁰⁹, sono stati coinvolti in azioni attiviste rivolte alla *corporate governance*, dalla SEC³¹⁰. In più, in assenza di un riferimento sulle best practice dello *shareholder activism*, la richiesta di una certificazione non fornirà una protezione molto efficace per i beneficiari dei fondi, dal momento che la terza parte indipendente verificherebbe solo l'assunzione di una completa revisione, e non il risultato e l'efficacia del programma intrapreso dal fondo. Queste preoccupazioni evidenziano la necessità di un ulteriore meccanismo per assicurare che gli incentivi dei manager del fondo siano allineati a programmi di investimenti attivisti che massimizzano il valore del portafoglio investimenti.

4.2.2 Controlli esterni: ridurre gli sprechi degli “Shareholder Proposals”

Al di là della difficoltà nell'implementare un requisito di certificazione per assicurare l'ottemperanza a una proposta di revisione dei programmi attivisti, permane un ulteriore problema che deriva dall'affidarsi esclusivamente ai controlli interni, cioè, il problema per i beneficiari del fondo che i programmi attivisti non siano economicamente vantaggiosi. Dal momento che i fondi pensione hanno dei piani definiti, i *payout* dei loro beneficiari non sono influenzati dalle sovvenzioni dei fondi. Quindi, i gestori dei fondi non saranno abbastanza incentivati ad adottare valutazioni dettagliate, considerando che i loro beneficiari non eseguono un monitoraggio attivo sulle performance del fondo come gli azionisti dei fondi comuni di investimento.

Un modo per incentivare i gestori dei fondi a intraprendere forme di attivismo più redditizie, è l'eliminazione del finanziamento delle proposte perdenti, o meglio, quelle proposte che non hanno ricevuto almeno il 40% dei voti³¹¹. Se il fondo sostiene i costi di una proposta persa in partenza, il management dovrà valutare, costantemente, i programmi di *corporate governance* del fondo, per determinare quali proposte hanno maggiori probabilità di attrarre un supporto in fase di voto, perché la loro cassa ne verrebbe altrimenti influenzata

³⁰⁶ In America potrebbero essere il Government Accounting Standards Board (GASB) e il Financial Standards Board (FASB), anche se la loro autorità non sarebbe del tutto appropriata, in quanto i loro mandati sono diretti alla disclosure dei costi e dei ricavi di una società.

³⁰⁷ Roberta Romano: “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered”, 93 Colum. L. Rev., 822.

³⁰⁸ L'autorità che regolamenta i DoL è la ERISA, l' Employee Retirement Income Security Act of 1974, 29 U.S.C. 1000 e il Taft-Hartley Act, 29 U.S.C. 186©(5)

³⁰⁹ si veda Robert McGough & Pui-Wing Tam, Bogle Urges Role in Corporate Governance Wall St. J.

³¹⁰ La regolamentazione dei fondi comuni di investimento da parte della SEC deriva dall'Investment Company Act del 1940, 15 U.S.C. 80-a-1 to-63

³¹¹ Roberta Romano: “Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance” Yale Law School Legal Scholarship Repository

negativamente. In verità, questo incentivo non sarebbe sufficiente, dal momento che i beneficiari probabilmente non saranno in grado di monitorare le spese o la gestione del budget determinate da scarsi programmi di *corporate governance*. Ma sul lungo periodo, le spese derivanti dalle proposte perse influenzeranno la performance, e il CdA del fondo dovrà intervenire. È nell'interesse dei gestori del fondo di evitare una simile azione da parte del CdA, dal momento che potrebbe avere ripercussioni negative per l'immediata riduzione di riservatezza, pertanto occorre che i manager adottino sin dall'inizio un'efficace condotta riguardo alle *shareholder proposal*.

A conclusione di questa sezione riconosciamo inoltre che le riforme di *corporate governance* implementate negli ultimi venti anni hanno considerevolmente rafforzato la protezione degli investitori, incrementando quindi la portata delle *shareholder proposal* capaci di generare valore e frenando le opportunità, per gli azionisti di controllo, di estrarre benefici privati³¹².

³¹² Due articoli che sono stati capaci di riscontrare gli effetti positivi dello *shareholder activism* sulla *corporate governance* sono: Massimo Belcredi & Luca Enriques "institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy", *ecgi Law Working Paper* n° 225/2013 marzo 2014

Massimo Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre: "Proxy advisor and shareholder engagement" *Consob working papers* ISSN 2281-3519

5 SHAREHOLDER ACTIVISM: UNA SINTESI DELLE EVIDENZE EMPIRICHE

5.1 Introduzione

In questo capitolo si riportano e analizzano i risultati di diversi studi che esaminano le conseguenze dello *shareholder activism* sulle società target, per trarne due principali conclusioni. La prima è che l'attivismo che adotta alcune delle caratteristiche delle scalate societarie, specialmente con quote azionarie importanti, è associata ad un miglioramento del valore azionario e dell'efficienza operativa. L'attivismo che non è associato alla formazione di raggruppamenti azionari rilevanti è associato ad una non significativa o limitata variazione di valore. La seconda è che lo *shareholder activism* è diventato nel tempo più efficace nell'incrementare il valore. Se le ricerche basate sullo *shareholder activism* degli anni '80 e '90 non hanno evidenziato effetti significativi, l'attivismo negli ultimi anni è più frequentemente associato con l'incremento del valore azionario e delle performance operative. Questi risultati sono coerenti con i ragionamenti di Alchian e Demsetz (1972)³¹³, secondo i quali i problemi di agenzia del management sono in parte controllati dalle dinamiche di cambiamento nella proprietà, e con l'osservazione di Alchian (1950)³¹⁴ secondo la quale le pratiche aziendali, nel tempo, si adattano per replicare le strategie di successo.

“Chi controllerà i controllori?” questa domanda, posta da Alchian e Demsetz nel loro articolo del 1972, è al centro delle ricerche degli economisti per comprendere l'organizzazione delle attività economiche che includono la produzione di squadra (team production), cioè la cooperazione e collaborazione di più individui. La produzione di squadra produce efficientamenti indubbiamente benefici, ma fa sorgere il problema di misurare il contributo che ogni singolo membro dà alla produzione collettiva e al successo dell'attività di gruppo. Se la produzione di squadra rende impossibile attribuire a ogni membro della squadra una remunerazione proporzionale al suo contributo, esiste un forte incentivo per gli individui allo *shirking*, cioè a non impegnarsi al massimo nell'attività svolta.

Il problema dello *shirking*, ormai conosciuto come problema di agenzia, è particolarmente acuto nelle grandi imprese efficientemente organizzate attraverso una struttura societaria.

Secondo Alchian e Demsetz, le economie di scala, i limiti della ricchezza individuale e l'avversione al rischio, si combinano per rendere l'organizzazione della società più efficiente ai fini della produzione, ma “modificazioni nelle relazioni tra i componenti aziendali sono necessarie per fronteggiare il problema dello *shirking* che aumenta con la condivisione dei profitti tra un grande numero di azionisti³¹⁵”.

³¹³ Armen A. Alchian and Harold Demsetz: *Production, Information Costs, and Economic Organization*. *The American Economic Review*, Vol 65, No. 5 (dicembre 1972) pagine 777-795

³¹⁴ Armen A. Alchian: *Uncertainty, Evolution, and Economic Theory*. *The Journal of Political Economy*, Vol. 58, No. 3 (giugno 1950) pagine 211-221

³¹⁵ *Supra nota 1*, pag 787-8

Queste modificazioni includono la delega dell'autorità decisionale al management e ai consigli di amministrazione delle società, la sottrazione dei diritti del controllo dagli azionisti, il libero trasferimento dei diritti della proprietà, un mercato esterno del controllo societario, un processo per risolvere internamente le dispute attraverso battaglie di deleghe (*proxy fight*) e l'intervento diretto degli azionisti nel processo decisionale della società. Le "modificazioni" descritte da Alchian e Demsetz rappresentano i più recenti rami³¹⁶ di ricerca in tema di *corporate governance*.

In questo capitolo esamineremo le ultime due modifiche, le battaglie di deleghe e l'intervento degli azionisti, che abbiamo fino ad ora chiamato *shareholder activism*. Sintetizzeremo e analizzeremo i numerosi studi empirici su questo fenomeno, per fornire una visione sia sulle opportunità che sui limiti dell'attivismo degli azionisti sulla disciplina della *corporate governance* e la mitigazione del problema dello shirking esposto da Alchian e Demsetz. Le evidenze mostrano che la prospettiva di Alchian si adatta direttamente a questi aspetti di *corporate governance*: lo *shareholder activism* è cambiato nel tempo, a seguito della diminuzione di strategie di successo nei processi competitivi, sviluppando nuove strategie.

La figura 1 evidenzia la coerenza del fenomeno analizzato con la teoria degli autori, dove "il controllo è facilitato dalla temporanea aggregazione delle azioni di voto in "blocchi" (*voting blocks*)", particolarmente in caso di cambiamenti nel controllo societario. I tentativi degli attivisti che non richiedono la formazione di blocchi azionari includono le *shareholder proposal* descritte nel capitolo precedente e le negoziazioni dirette con il management. Come indicato in figura 1, le ricerche empiriche rivelano che questi tipi di *shareholder activism* sono associati a bassi se non insignificanti cambiamenti del valore delle società target. All'altro estremo, le scalate societarie (*takeover*) tipicamente includono la formazione di grandi blocchi azionari e innescano grandi cambiamenti nelle valutazioni societarie, con una media del 15,3%.

L'attivismo degli hedge fund e le battaglie di deleghe si posizionano nel mezzo di questi due estremi, e sono associati ad un effetto medio sul valore rispettivamente del 5,0% e del 6,8%.³¹⁷

Le conclusioni che possiamo trarre da questa analisi sono tre. La prima è che nonostante le numerose ricerche sullo *shareholder activism*, non si è formato un sufficiente consenso su quali siano le cause e le conseguenze dell'attivismo. Secondo, concentrandoci esclusivamente sui risultati quantitativi delle ricerche, possiamo sottolineare le argomentazioni di Alchian e Demsetz, secondo le quali le dinamiche e spesso la fusione dei diritti di proprietà svolgono un ruolo cruciale nella *corporate governance* delle società. Secondo gli autori

³¹⁶ Questi rami si concentrano sui consigli di amministrazione, le remunerazioni del management, il ruolo della liquidità delle azioni e il mercato del controllo societario, come la letteratura sulle battaglie di deleghe e l'intervento attivo degli azionisti che esporremo in questo capitolo.

³¹⁷ I dati si riferiscono esclusivamente a ricerche sullo *shareholder activism* di società industriali, ma le ricerche su altre tipologie di organizzazioni sono in linea con questi risultati, ad esempio, Bradley et al. (2010), esaminano l'attivismo degli azionisti simili agli hedge fund degli studi che abbiamo analizzato, ovvero di fondi chiusi, all'interno dei quali viene promossa l'apertura del fondo, il riacquisto di azioni e l'incremento dei dividendi (si veda anche Cherkes et al., 2014). Questo attivismo è stato associato ad un decremento medio dello sconto nei fondi target del 14,4%.

“temporaneamente, la struttura della proprietà viene riformata, spostandosi dall’azionariato diffuso alla concentrazione di blocchi azionari, ripresentando il classico potere aziendale contro chi sono in possesso dei diritti residuali”. Concludiamo dicendo che lo *shareholder activism*, quando l’attivista non possiede un sostanziale pacchetto azionario, è nella maggior parte dei casi inefficace, mentre gli attivisti che investono sostanzialmente nella società target tendono ad avere un impatto positivo sul valore della società e sulla performance. La terza conclusione è riferita alla differenziazione che è avvenuta tra lo *shareholder activism* del nuovo millennio, associato a un aumento del valore, rispetto a quello degli anni ottanta e novanta. Da una più lontana prospettiva, la crescita dell’attivismo degli hedge fund è una manifestazione di un continuo processo tramite il quale gli attivisti sperimentano nuovi metodi per monitorare e coinvolgere i manager, dove le strategie di successo sopravvivono e vengono copiate dagli altri. Questi sviluppi sono in linea con la caratterizzazione del successo per come è stata definita da Alchian (1950) e anche da Gillan e Stark (2007)³¹⁸, Ryngaert e Scholten (2010)³¹⁹ e sulle analisi di Buchanan et al. (2012)³²⁰ sul cambiamento della natura del monitoraggio degli azionisti e dell’attivismo nel tempo.

³¹⁸ Gillan, Stuart, Laura T.: *The evolution of shareholder activism in the United States*. 2007, *J. Appl. Corp. Finance* 19 55-73

³¹⁹ Ryngaert, Michael, Scholten, Ralph, 2010: *Have changing takeover defense rules and strategies entrenched management and damaged shareholders? The case of defeated takeover bids*. *J. Corp Finance* 17, 167-188

³²⁰ Buchanan, Bonnie G., Netter, Jeffrey M., Poulsen, Annette B., Yang, Tina, 2012: *Shareholder proposal rules and practice: evidence from a comparison of the United States and the United Kingdom*. *Am. Bus. Law. J.* 49, 739-803.

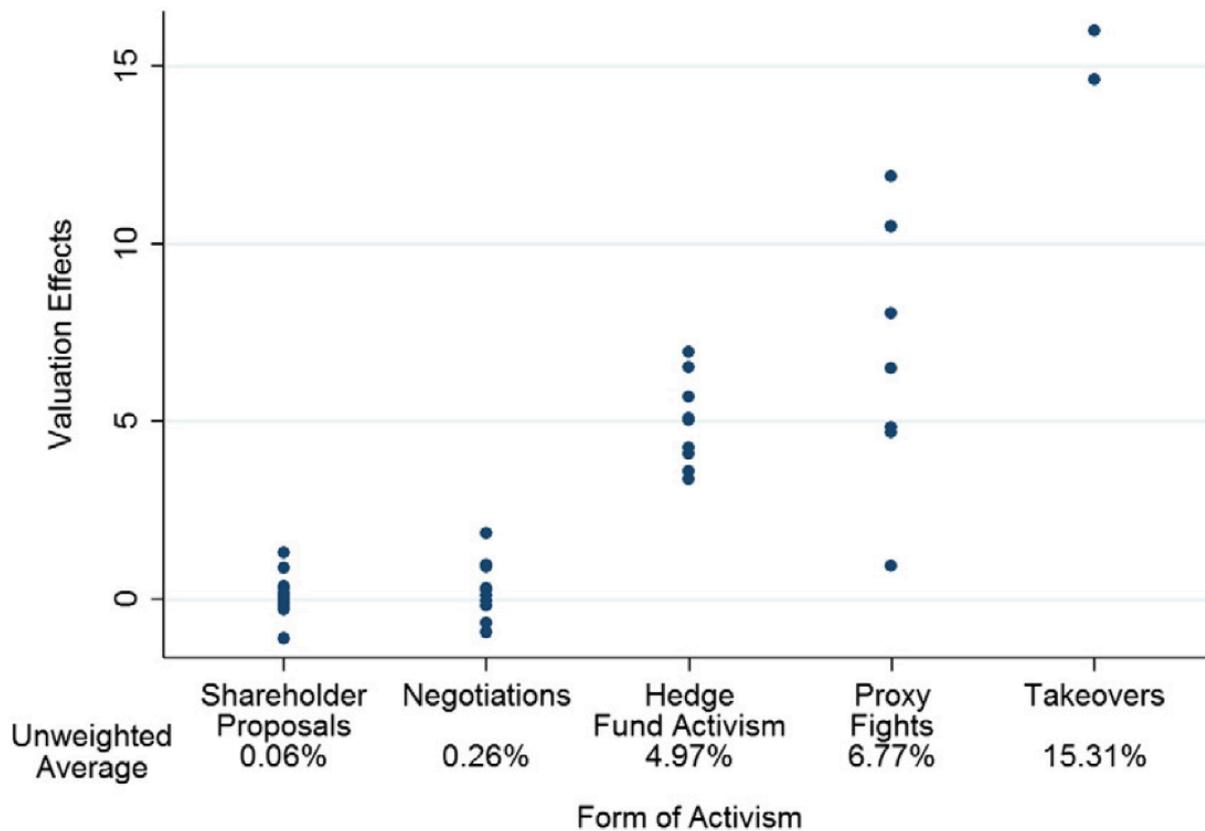


Figura 14

Effetti sul valore in base ai differenti tipi di shareholder activism. Questa figura presenta le evidenze di 35 studi che esaminano le reazioni di breve periodo sul prezzo delle società target dai diversi tipi di attivismo. Ogni punto nella figura corrisponde alla media delle stime sull'impatto del valore azionario, in percentuale, su ognuno dei 35 studi analizzati. Specifichiamo che gli hedge fund attivisti detengono in media l'8,8% del capitale delle società target (Boyson and Mooradian, 2011)³²¹, e gli azionisti che lanciano una battaglia di deleghe, in media, il 9,9% (Buchanan et al. 2012)³²² delle azioni della società.

Fonte: M.R. Denes et al. (2016) *Journal of Corporate Finance* (articolo in stampa). Visionabile al seguente indirizzo: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.03.005>

³²¹ Boyson, Nicole M., Mooradian, Robert, 2011: Corporate governance and hedge fund activism. *Rev. Deriv. Res.* 14, 169-204

³²² Supra nota 8

5.2 Gli effetti dello *shareholder activism* sul valore delle società target

La domanda fondamentale sullo *shareholder activism* è se questo sia capace o meno di creare valore, solitamente misurato attraverso il valore della società target. Nella tabella 1 sono sintetizzati i risultati di 38 studi indirizzati che hanno approfondito questo interrogativo. Nella prima colonna della tabella 1, sono riportati i risultati di 12 studi che esaminano i ritorni di breve periodo delle azioni di società che sono state interessate da *shareholder proposal*. Questi includono l'annuncio iniziale alla stampa, la data in cui i materiali per la raccolta deleghe sono stati diffusi, e la data delle assemblee societarie in cui il voto è stato proposto. I rendimenti azionari sono misurati in un range che va dai 2 ai 31 giorni. Nella maggior parte degli studi, l'*excess return* medio è negativo, ma non significativo.

Nella seconda colonna sono rappresentati i risultati degli studi che esaminano gli annunci di accordi negoziati tra il management e gli attivisti. La maggior parte concludono con un impatto sul valore negativo o insignificante.

In contrapposizione alle *shareholder proposal* e alle negoziazioni dirette, le evidenze sugli hedge fund attivisti e sulle proposte contestate sono robuste e consistenti all'interno dei diversi studi. La terza colonna presenta i risultati degli studi che analizzano l'impatto degli hedge fund attivisti. Brav et al. (2008)³²³ mostrano un *excess return* mensile del 5,10% per 1059 transazioni su 882 società obiettivo di 236 diversi hedge fund attivisti, mentre Klein e Zur (2009)³²⁴ riportano un *excess return* del 5,7% su un periodo di 36 giorni a partire dalla data di *disclosure*, per 134 società.

L'ultima colonna riporta le evidenze empiriche sulle battaglie di deleghe (*proxy fight*). Sei studi su nove riscontrano sostanziali effetti positivi sui valori delle società target. Per esempio, Mulherin e Poulsen (1998)³²⁵ hanno esaminato 270 proposte dal 1979 al 1994, riportando un *excess return* dell'8% tra i 20 giorni precedenti la contesa e i 5 giorni successivi. L'estensione delle reazioni dei prezzi azionari è stata più alta di quella registrata per gli hedge fund, il range di variazione infatti, ha registrato un minimo di 0,95% (Renneboog e Szilagyi, 2001)³²⁶ e un massimo dell'11,9% (Dodd e Warner, 1983)³²⁷.

³²³ Brav et al.: *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*, *J. Finance*. 63, 1729-1775

³²⁴ Klein, April, Zur, Emanuel, 2009: *Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and the other private investor*. *J. Financ.* 64, 187-229

³²⁵ Mulherin, J. Harold, poulsen, Annette B., 1998: *Proxy contest and corporate change: implications for shareholder wealth*. *J. Financ. Econ.* 47, 279-313

³²⁶ Renneboog, Luc, Szilagyi, Peter G., 2011: *The role of shareholder proposal in corporate governance*. *J. Corp. Finance* 17, 167-188

³²⁷ Dodd, Peter, Warner, Jerold B., 1983: *On corporate governance: a study of proxy contests*. *J. Financ. Econ.* 11, 401-438

Il panel B della tabella 1 riporta i risultati di 17 studi che esaminano i rendimenti di lungo periodo a seguito dello *shareholder activism*. Prevost e Rao (2000)³²⁸ riportano dei rendimenti su tre anni insignificativi, per un campione di 14 società che sono state obiettivo di fondi pensione pubblici. Smith (1996)³²⁹ riporta dei rendimenti di lungo periodo positivi per le 39 società obiettivo del CalPER (descritto nel capitolo 4) e delle sue proposte e Opler e Sokobin (1997)³³⁰ riportano rendimenti di lungo periodo positivi per le società obiettivo del *Council of Institutional Investor*.

A conclusione di questi risultati, che risultano significativi per determinati sottoinsiemi di società, rimandiamo al capitolo 4, all'interno del quale suggeriamo che l'effetto sul valore provocato dallo *shareholder activism* possa dipendere dagli specifici problemi esposti e dall'identità dello sponsor.

³²⁸ Prevost, Andrew K., Rao, Ramesh P., 2000: *Of what value are shareholder proposal sponsored by public pension funds?* *J. Bus.*, 177-204

³²⁹ Smith, Micheal P., 1996: *shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERs*. *J. Financ.* 51, 227-252.

³³⁰ Opler, Tim C., Sokobin, Jonathan, 1997: *Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council Investors*. *Ohio State University Working Paper*.

Tabella 1

Effetti dello shareholder activism sul valore delle società target. Questa tabella sintetizza i principali risultati empirici di 38 studi che studiano l'effetto di questi quattro tipi di shareholder activism, sul valore azionario.

Le abbreviazioni dei nomi degli autori sono: ACSS - Alexander et al. (2010); AWH- Anson et al. (2003); AGK - Appel et al. (2016); BBJ - Bebhuk et al. (2015), BFGW - Becht et al. (2015); BM - Bizjak and Marquette (1998); BGS - Boyson et al. (2016); BoM - Boyson and Mooradian (2011); BJK-a, BJK-b - Brav et al. (2009, 2015); BJMT - Brav et al. (2014); BJPT - Brav et al. (2008); CW - Cai and Walkling (2011); CNW - Carleton et al. (1998); CGD - Caton et al. (2001); CF - Cronqvist and Fahlenbrach (2009); CGG - Cuñat et al. (2012); DD - DeAngelo and DeAngelo (1989); DH - Del Guercio and Hawkins (1999); DSW - Del Guercio et al. (2008); DW - Dodd and Warner (1983); ESM - English et al. (2004); EFM - Ertimur, Ferri and Muslu (2010); EFS - Ertimur, Ferri and Stubben (2010); GGJ - Gantchev et al. (2015); GJ - Gantchev and Jotikasthira (2015); GS - Gillan and Starks (2000); GC - González and Calluzzo (2016); GrS - Greenwood and Schor (2009); HIZ - Helwege et al. (2012); IL - Ikenberry and Lakonishok (1993); JK - John and Klein (1995); JPS - Johnson et al. (1997); JS-a - Johnson and Shackell (1997); JS-b - Johnson and Swem (2015); KMW - Karpoff et al. (1996); KZ-a, KZ-b - Klein and Zur (2009, 2011); MOY - Matsusaka et al. (2015); MP - Mulherin and Poulsen (1998); NOS - Norli et al. (2015); OS - Opler and Sokobin (1997); PR - Prevost and Rao (2000); PRW - Prevost et al. (2012); RS - Renneboog and Szilagyi (2011); SS - Song and Szewczyk (2003); SWZ -Strickland et al. (1996); TC- Thomas and Cotter (2007); and WWZ -Wahal et al. (1995).

Gli studi di ogni colonna sono ordinati in base all'anno di pubblicazione della ricerca.

Fonte: M.R. Denes et al. (2016) *Journal of Corporate Finance* (articolo in stampa). Visionabile al seguente indirizzo:

<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.03.005>

| (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|--|---------------------|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Shareholder proposal | | Negotiated settlements or non-proposal pressure | | Hedge fund activism | | Contested proposals | |
| Study | Abnormal return (%) | Study | Abnormal return (%) | Study | Abnormal return (%) | Study | Abnormal return (%) |
| <i>Panel A: Short-term valuation effects</i> | | | | | | | |
| Initial press announcements: | | | | | | | |
| KMW | -0.22 | SWZ | 0.92** | BJPT | 5.10** | DW | 11.9*** |
| Smith | -0.08 | Wahal | 1.86** | Clifford | 3.39*** | DD | 4.85*** |
| Wahal | 0.30 | CNW | -0.04 | BJK-a | 5.04*** | IL | 4.69*** |
| DH | -0.00 | CGD | -0.91*** | GrS | 3.61*** | MP | 8.04*** |
| Proxy mailing date: | | | | | | | |
| KMW | -0.12 | AWH-a | 0.26 | KZ-a | 5.7*** | ACSS | 10.48*** |
| SWZ | 0.13 | ESM | 0.98*** | BoM | 6.53 ^{NA} | RS | 0.95 |
| Wahal | -0.30 | Nelson-a | -0.67 | BFGW | 6.97*** | Fos | 6.5 ^{NA} |
| GS | 0.05 ^{NA} | Nelson-b | -0.19 | BGS | 4.09*** | | |
| PR | -1.10** | DSW | 0.31 | GC | 4.26*** | | |
| TC | -0.05 | Barber-b | 0.12 | | | | |
| CW | -0.12 | | | | | | |
| RS | 0.36*** | | | | | | |
| PRW | 0.89 | | | | | | |
| Shareholder meeting date: | | | | | | | |
| KMW | -0.06 | | | | | | |
| SWZ | -0.13 | | | | | | |
| DH | 0.07 | | | | | | |
| TC | 0.16* | | | | | | |
| CGG | 1.31*** | | | | | | |
| <i>Panel B: Long-run returns</i> | | | | | | | |
| Smith | 2.84*** | OS | 11.59** | Clifford | 4.68 | IL | -18.31** |
| Wahal | -0.1 | SS | 18.4 | GrS | 10.26*** | MP | -3.43** |
| DH | -3.52 | ESM | -16.88 | KZ-a | 11.35*** | | |
| PR | 19.9 | Nelson-b | -4.28 | BBJ | 7.17 | | |
| PRW | 4.44 | Barber-b | 3.1 | BGS | 9.38*** | | |

NA denotes significance is not reported.

*** Denote significance at the 1% level.

** Denote significance at the 5% level.

* Denote significance at the 10% level.

5.3 Effetti sugli utili, sulle *operations* e sulle caratteristiche della *governance*, della società target

La tabella 2 raccoglie i risultati degli studi che hanno investigato se l'attivismo abbia apportato significativi cambiamenti agli utili della società, all'operatività e agli aspetti di *governance*.

Il panel A esamina i cambiamenti degli utili a seguito delle shareholder proposal, delle negoziazioni, e dell'attivismo da parte di hedge fund. Le variabili che compongono gli utili rientrano in tre categorie: *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) e *return on sales* (ROS).

Mentre la maggior parte dei fondi attivisti che non rientrano nella categoria hedge fund, non ha apportato significativi cambiamenti in nessuna delle tre metriche precedenti, si notano robuste evidenze sugli hedge fund attivisti, ai quali si associa un incremento delle performance operative. Brav et al (2009)³³¹ riportano un incremento, nelle società interessate da cambi di controllo e da un coinvolgimento da parte di hedge fund attivisti, del *return on asset* (ROA). I risultati sono in linea alla considerazione precedentemente fatta secondo la quale gli attivisti creano valore quando facilitano le dinamiche di cambio del controllo.

Il panel B riepiloga i risultati degli studi in merito all'effetto dell'attivismo su diversi aspetti dell'operatività delle società, incluso le CAPEX (spese in capitale), payouts, crescita delle vendite, disinvestimenti e ristrutturazioni societarie. Sono presenti evidenze che associano lo *shareholder activism* al cambiamento di queste caratteristiche, nonostante i risultati siano incerti. Ancora una volta, i risultati più convincenti riguardano gli hedge fund. A seguito del loro attivismo, le società target hanno diminuito le loro CAPEX, hanno aumentato i loro payouts, e incrementato l'incidenza dei disinvestimenti dei loro asset, ristrutturazioni e licenziamento di dipendenti.

Il panel C riassume gli studi che hanno esaminato la capacità dell'attivismo di apportare cambiamenti nella *corporate governance* della società target. Ancora una volta, sono gli hedge fund a far registrare i più alti tassi di successo e quindi di cambiamento nelle strutture delle società target.

Complessivamente i risultati suggeriscono che lo *shareholder activism* frequentemente sollecita l'adozione di specifici ma limitati cambiamenti per quanto riguarda le regole della *governance*, come l'adozione di votazioni confidenziali o cambiamenti sulla disposizione di *poison pill*. I tentativi degli attivisti a volte precedono, e potrebbero contribuire a cambiamenti organizzativi come ristrutturazioni, disinvestimenti o anche acquisizioni. Le evidenze più convincenti che lo *shareholder activism* corrisponda a un incremento degli utili, a un cambiamento nel top management o ad un più facile cambiamento del controllo, derivano dalle ricerche che hanno esaminato l'attivismo degli hedge fund.

³³¹ Brav et al.: *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*, *J. Finance*. 63, 1729-1775

Tabella 2

Effetti su: utili, operations e caratteristiche della governance, della società target.

Riepilogo dei risultati empirici di 34 studi che hanno analizzato l'effetto dei tre tipi di shareholder activism sulle metriche sopra descritte.

Gli studi di ogni colonna sono ordinati in base all'anno di pubblicazione dello studio. Le abbreviazioni degli autori sono descritte in Tabella 1

Fonte: M.R. Denes et al. (2016) Journal of Corporate Finance (articolo in stampa). Visionabile al seguente indirizzo:

<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.03.005>

| | Shareholder proposals | | Direct negotiations or non-proposal pressure | | Hedge fund activism | |
|--|--|---|--|---|--|--|
| | Study | Inference | Study | Inference | Study | Inference |
| <i>Panel A: Earnings variables</i> | | | | | | |
| Return on assets or operating return on assets | KMW Smith SWZ Wahal DH PR | No change No change No change Decrease No change No change | SWZ OS CNW DSW | No change No change No change Increase | BJPT Clifford BJK-a GrS KZ-a BoM KZ-b Zhu GGJ BBJ GC | Increase Increase Increase No change No change Increase Increase Increase Increase Increase |
| Return on equity | SWZ | No change | SWZ | No change | | |
| Return on sales or operating return on sales | KMW Smith DH PR | No change No change No change No change | CNW | No change | BJPT | Increase |
| <i>Panel B: Operations variables</i> | | | | | | |
| Capital expenditures | Smith CGG | No change Decrease | CNW | No change | GrS KZ-a GGJ BJK-b GC | Decrease No change Decrease Decrease No change |
| Payout of earnings or cash flows | Smith DH | No change No change | CNW | No change | BJK-a GrS KZ-a KZ-b Zhu GGJ JS-b | Increase No change Increase Increase Increase Increase Increase |
| Growth in sales | KMW DH | Decrease No change | | | | |
| Asset divestiture, restructuring, or employee layoffs | Smith DH | No change Increase | CNW | No change | Clifford KZ-b BJK-b GC | Increase Increase Increase Increase |
| <i>Panel C: Governance features</i> | | | | | | |
| CEO turnover | KMW Smith DH | No change No change No change | Wu DSW HIZ | Increase Increase No change | Zhu | Increase |
| Board composition | PRW | Increase independence | | | | |
| Control change attempted or succeeded | DH | Increase | | | | |
| Actual control change | DH | No change | | | | |
| CEO compensation | JPS JS-a EFM | No change No change Decrease | CF | Increase | | |
| Governance changes acceptable to activist | Smith Wahal | 53% "successes" 31% "successes" | | | Bratton BJPT KZ-a BoM | 84% "successes" 66% "successes" 60% "successes" 61% "successes" |
| Other governance features (e.g., poison pills, board diversity) | BM TC | Increase Increase | WWZ CNW | No change Increase | | |

5.4 Criteri per l'individuazione della target

Molti studi si sono incentrati sull'analisi delle caratteristiche di quelle società che attraggono lo *shareholder activism*. La tabella 3 ne riepiloga i risultati e fornisce un profilo della società che attira l'attenzione degli attivisti.

Per prima cosa, come già visto nei primi capitoli di questa tesi, le società target hanno la tendenza a performare peggio delle proprie comparabili. La maggioranza degli studi nel Panel A riscontra che i rendimenti dei titoli delle società sono significativamente inferiori a quelli del mercato o delle società simili, durante il periodo antecedente all'intervento attivista.

Il Panel B riporta dei risultati misti: la maggioranza delle evidenze indicano che le società target hanno dei bassi ritorni sulle vendite (ROS), sulla crescita delle vendite, sulla crescita del reddito operativo e del *market-to-book*³³² ratio. Le società target degli hedge fund attivisti, invece, hanno degli alti ritorni sugli asset (ROA) rispetto all'industria o il benchmark.

Il Panel C, nell'analisi delle caratteristiche, evidenzia una precisa tendenza: le società target sono in possesso di numerose misure difensive contro le scalate (*takeover*), in linea con la visione che l'attivismo può sostituire il meccanismo di disciplina manageriale quando la minaccia esterna di *takeover* è debole. La maggior parte dei fondi attivisti non-hedge si concentra su società di grandi dimensioni. Gli hedge fund attivisti invece, tendono a individuare società più piccole, sebbene i risultati non siano uniformi. Le società che attraggono più *shareholder proposal* tendono ad avere un'alta proporzione di amministratori esterni e, possibilmente, una bassa proprietà detenuta dagli *insider*. Le target degli hedge fund invece, hanno un'alta partecipazione di investitori istituzionali, bassi dividendi, alti *cash flow* operativi e un'alta liquidità. Questi risultati sono coerenti con la posizione di Brav et al. (2008)³³³ con la quale sostengono che gli hedge fund attaccano società con un basso payout di cassa e nelle quali il costo dell'attivismo è relativamente basso. Come sostenuto da Norli et al. (2015)³³⁴, la liquidità delle azioni facilita l'accumulazione antecedente l'attivismo e permette agli *activist* di catturare un maggior guadagno.

Le evidenze complessivamente suggeriscono che le società che attraggono le *shareholder proposal* o le negoziazioni dirette tendono a essere di grandi dimensioni e di soffrire di una scarsa performance come indicato dai precedenti: ritorni azionari, crescita delle vendite, ritorni sulle vendite, e *market-to-book ratio*. Tale attivismo sembra essere motivato dal tentativo di incrementare la performance delle società in situazioni di difficoltà.

³³² E' il rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto. Il valore di mercato si ottiene moltiplicando il prezzo di mercato di un'azione per il numero di azioni in circolazione (*outstanding shares*), mentre il valore contabile del patrimonio netto è dato dalla differenza tra il valore netto contabile delle attività e il valore netto contabile delle passività. Un elevato rapporto deve essere sostenuto da un'elevata redditività o da elevati tassi di crescita della stessa.

³³³ *Supra nota 19*

³³⁴ Norli, Oyvind, Ostergaard, Charlotte, Schindele, Ibolya, 2015: *Liquidity and shareholder activism*. *Rev. Financ. Stud.* 28 (2), 486-520.

Oltre all'incentivo dato dalla liquidità delle azioni, invece, è più difficile definire le target degli hedge fund attivisti, che sono di solito di piccole dimensioni. Molte hanno un basso rendimento azionario, bassa crescita delle vendite e *market-to-book* ratio, ma tendono ad un alto ritorno sugli asset (ROA). Queste evidenze suggeriscono che gli hedge fund attivisti non individuino nelle target solo delle metriche scarse. Sembra piuttosto che le target di questi fondi abbiano caratteristiche operative specifiche.

Dunque, le *shareholder proposal* e le negoziazioni dirette sembrano motivate da una scarsa performance della società, invece, le target di hedge fund attivisti sono in possesso di specifiche caratteristiche operative che creano delle opportunità per la creazione di valore.

Tabella 3 (I parte)

Caratteristiche delle società che attraggono lo shareholder activism.

Riassunto dei risultati empirici di 30 studi che analizzano le caratteristiche delle società solitamente oggetto di proposte attiviste e altre forme di shareholder activism rispetto ad un gruppo di comparabili. “High” denota che la misura oggetto della valutazione era più alta nelle società target, “Same” che la misura non era sostanzialmente diversa e “Low” che la misura era relativamente più bassa. Gli studi di ciascuna colonna sono ordinati per anno di pubblicazione. Le abbreviazioni dei nomi degli autori sono descritte nella Tabella 1.

Fonte: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.03.005>

| | Shareholder proposal | | Direct negotiations or non-proposal pressure | | Hedge fund activism | |
|--|----------------------|---------------------|--|---------------------|---------------------|---------------------|
| | Study | Measure for targets | Study | Measure for targets | Study | Measure for targets |
| <i>Panel A: Stock price performance</i> | | | | | | |
| Prior market-adjusted stock returns | Smith | Same | SWZ | Low | BJPT | Low |
| | SWZ | Low | OS | Low | Clifford | Low |
| | Wahal | Low | CNW | Same | KZ-a | High |
| | BM | Same | CGD | Low | BBJ | Low |
| | TC | Low | DSW | Low | | |
| Prior control-firm adjusted stock returns | KMW | Same | OS | Low | BoM | Low |
| | EFM | Low | SS | Low | | |
| | EFS | Low | | | | |
| | RS | Low | | | | |
| Prior industry-adjusted stock returns | SWZ | Same | SWZ | Same | | |
| | Wahal | High | | | | |
| <i>Panel B: Accounting measures of performance</i> | | | | | | |
| Return to sales | KMW | Low | | | | |
| Sales growth | KMW | Low | SS | Same | BJPT | Low |
| | JS-a | Low | | | BJK-a | Low |
| | | | | | BoM | Low |
| | | | | | Zhu | Low |
| Growth in operating income | BM | Low | | | | |
| Market-to-book ratio | KMW | Low | SWZ | Same | BJPT | Low |
| | Smith | Same | | | Clifford | Low |
| | SWZ | Same | | | KZ-a | Same |
| | JS-a | Same | | | BoM | Low |
| | | | | | KZ-b | Low |
| Return on assets | SWZ | Same | SWZ | Same | BJPT | High |
| | Wahal | Low | OS | Same | Clifford | High |
| | EFM | Low | SS | High | BJK-a | High |
| | | | DSW | Low | KZ-a | High |
| | | | | | BoM | High |
| | | | | | KZ-b | High |
| | | | | | BGS | High |
| Return on equity | SWZ | Same | SWZ | Same | Clifford | High |
| <i>Panel C: Other firm characteristics</i> | | | | | | |
| Leverage | JK | Same | SWZ | Same | BJPT | High |
| | KMW | High | SS | Same | BJK-a | High |
| | SWZ | Same | | | KZ-a | Same |
| | EFS | High | | | BoM | Low |
| | RS | High | | | KZ-b | High |
| | | | | | Zhu | High |
| | | | | | BGS | Same |
| Insider ownership | KMW | Same | CNW | Low | | |
| | Smith | Same | | | | |
| | BM | Low | | | | |
| | EFS | Low | | | | |
| Firm size (e.g., book value of assets, market value of equity) | JK | High | SWZ | High | Clifford | Low |
| | KMW | High | SS | High | BJK-a | Low |
| | Smith | High | | | KZ-a | Same |
| | SWZ | High | | | BoM | Low |
| | JS-a | High | | | KZ-b | Low |
| | BM | High | | | BGS | Same |
| | EFM | High | | | | |
| | EFS | High | | | | |
| | CW | High | | | | |
| | RS | High | | | | |
| Institutional ownership | JK | High | CNW | High | BJPT | High |
| | KMW | High | | | BJK-a | High |
| | Smith | High | | | AGK | High |
| | JS-a | Low | | | BGS | High |
| | BM | High | | | | |
| | EFM | Low | | | | |
| | RS | Low | | | | |

Tabella 3 (II parte)

| | Shareholder proposal | | Direct negotiations or non-proposal pressure | | Hedge fund activism | |
|---------------------------------|------------------------|------------------------------|--|---------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| | Study | Measure for targets | Study | Measure for targets | Study | Measure for targets |
| Dividend yield | | | | | BJPT BJK-a KZ-a Zhu BGS | Low Low Same Low Same |
| R&D expenditures | SWZ | Low | SWZ | Low | BJPT BJK-a KZ-a BoM BCS | Low Same Same Low Same |
| Proportion of outside directors | BM EFM EFS RS | High High High High | | | | |
| Takeover defenses | EFS RS | High High | | | BJPT BJK-a | High High |
| Cash flow | | | | | BJPT Clifford | High Low |
| Bargaining Liquidity | MOY | High | | | GJ NOS BCS | High High High |

5.5 Conclusioni

Nonostante la grande quantità di studi sullo *shareholder activism*, molti punti rimangono irrisolti. Concludiamo questo capitolo con una lista di cinque domande per possibili ricerche future.

1. Perché lo shareholder activism invece di altri tipi di interventi?

Se come descrivono Alchian e Demsetz (1972) esistono diversi meccanismi di *governance* per limitare i problemi di agenzia, tra cui la formazione di blocchi azionari e il mercato del controllo, perché e quando un attivista interviene?

Presumibilmente perché lo *shareholder activism* genera dei sostanziali benefici netti, in alcune situazioni³³⁵. Noerli et al. (2015) sostengono che sia la liquidità delle azioni a facilitare l'attivismo, e Kahn e Winton (1998) sostengono che l'attivismo non si manifesterà se gli attivisti ritengono che le azioni della società siano sopravvalutate. L'attivismo è meno costoso di un tentativo di scalata, possiamo quindi supporre che l'attivismo possa essere utile per cambiamenti o miglioramenti operativi relativamente più limitati. Possiamo inoltre supporre che gli investitori istituzionali si impegneranno come attivisti invece che vendere le proprie azioni quando le azioni di una determinata società sono rilevanti al fine di replicare un indice di mercato. Inoltre, come già esposto nel quarto capitolo, le recenti regolamentazioni hanno facilitato la comunicazione tra gli azionisti durante le battaglie di deleghe, e possono aiutare ad identificare le cause dello *shareholder activism*.

2. Le tattiche degli attivisti sono diventate più efficaci nel tempo?

I risultati di Renneboog e Szilagyi (2011) e Cunat et al. (2012) suggeriscono che i recenti campioni di *shareholder proposal* siano associati ad un incremento di valore, a differenza della maggior parte delle ricerche passate. Queste evidenze potrebbero indurre a ritenere che ci sia stato un miglioramento nelle pratiche di targeting, come sostenuto da Buchanan et al. (2012) oppure, come sostenuto da Renneboog e Szilagyi (2011), i risultati potrebbero scaturire da campioni che hanno esaminato l'attività degli hedge fund attivisti, e quindi se ne dovrebbe interpretare un miglioramento delle strategie di questi fondi attivisti. Quest'ultima intuizione porterebbe a chiedersi se l'attivismo degli hedge fund sia diventato più efficace nel tempo e, se sì, perché. Se Brav et al. (2008) hanno riscontrato una diminuzione della redditività degli hedge fund dal 2001 al 2006, Krishnan et al. (2016) sostengono che gli hedge fund attivisti hanno generato più effetti sulle target dal 2008 al 2014. Dal punto di vista teorico, il successo degli hedge fund attivisti dovrebbe aver attratto maggiori capitali da investire, diminuendo il guadagno marginale dell'attivismo, ma si potrebbe anche ritenere che le società potenzialmente oggetto di *shareholder activism* abbiano adottato pratiche di management per limitare i guadagni degli attivisti e la loro esposizione alla minaccia attivista.

³³⁵ Gantchev (2013) ha costruito un modello per formalizzare lo *shareholder activism*, con il quale si riesce a definire il trade-off dato da costi e benefici dell'intervento attivista di un hedge fund. L'autore rileva che il costo medio di una campagna attivista è di \$10.71 milioni e che, mentre il ritorno medio degli attivisti si avvicina allo zero, quelli nel primo quartile hanno un ritorno medio del 22,4% da ogni campagna.

3. Le esternalità sono, per le società, complessivamente positive?

La considerazione più diffusa è che lo *shareholder activism*, soprattutto quello degli hedge fund, contenga un lato oscuro, dal momento che incoraggia risultati di breve periodo o arricchisce l'attivista a spese degli altri azionisti³³⁶. Cremers et al. (2015) sostengono che gli hedge fund attivisti interferiscano con la capacità di una società di soddisfare le necessità degli stakeholders e potrebbe contribuire ad un deterioramento del valore societario nel lungo periodo. Mentre le ripercussioni sulle target in questo senso non sono state misurate, Hansen e Lott (1996) hanno notato che alcune azioni che hanno incrementato il valore di una società target potrebbero aver imposto dei costi esterni ad altre società.

4. Le acquisizioni e l'attivismo sono sostituti o complementi?

Il moderno *shareholder activism*, che risale agli anni 80, è divenuto popolare a seguito della proliferazione delle misure difensive *anti-takeover* che hanno incrementato il costo del trasferimento del controllo attraverso una scalata societaria. La storia suggerisce che lo *shareholder activism* e le acquisizioni sono (imperfetti) meccanismi di disciplina del management e cambiano le politiche societarie. Una visione alternativa ma non per forza esclusiva è che lo *shareholder activism* faciliti il mercato delle acquisizioni. Cunat et al. (2015) hanno riscontrato che un voto degli azionisti in favore della rescissione delle previsioni *anti-takeover* ha incrementato la possibilità che una società venisse acquistata e il suo relativo *takeover premium*. In accordo, Boyson et al. (2016) hanno riscontrato che le società interessate dall'attivismo è più probabile che ricevano offerte di acquisto rispetto alle altre società in cui gli attivisti detengono delle posizioni passive. Corum and Levit (2015) sostengono che tali risultati riflettono il ruolo degli hedge fund attivisti come capaci di agevolare il mercato dei *takeover*.

5. Come le situazione esterne possono influenzare lo *shareholder activism*?

I ricercatori hanno esaminato un ampio spettro di risultati dallo *shareholder activism*. Nonostante ciò, si sta maggiormente considerando il contesto nel quale si sviluppa una campagna attivista tanto quanto motivazioni e tattiche. Per esempio Brav et al. (2016) esaminano le condizioni che facilitano il coordinamento di più hedge fund che si concentrano sulla stessa società. Becht et al. (2015) e Gonzalez e Calluzzo (2016) mostrano che le campagne attiviste che coinvolgono il cosiddetto "*wolf pack*" generano un maggior incremento di valore e nelle *operation* rispetto alla stessa campagna iniziata da un singolo attivista.

Infine, per rispondere alla domanda retorica di Alchian e Demsetz (1972) "chi controllerà i controllori?", oltre alla trasferibilità delle azioni, al controllo del mercato, al controllo del CdA, ai contratti di remunerazione e il mercato del controllo societario, Alchian e Demsetz (1972) concludono che il monitoraggio e il controllo sui problema di agenzia del management possono essere agevolati dall'intervento diretto degli azionisti. Gli ultimi trenta anni di *shareholder activism* hanno assistito a numerose innovazioni capaci di migliorare il monitoraggio e abbassare i costi di agenzia. Prevediamo che nei prossimi anni verranno portate avanti innovazioni sia dagli

336 Si veda: <http://www.nytimes.com/2016/03/13/business/stock-buyback-plans-seen-as-shareholder-boon-can-backfire.html>.

attivisti che dai manager delle società target, ed emergeranno nuove evidenze dalle ricerche accademiche su motivazioni e le conseguenze di tali attività.

L'attuale personificazione dell'*activist investing* rappresenta oggi una forza rilevante all'interno della *corporate governance*, con una incrementale traiettoria di crescita. La reputazione degli attivisti è stata trasformata dalla denigrata figura dei *corporate raider* degli anni ottanta alla più acclamata nuova generazione di difensori degli azionisti.

Anche i critici degli attivisti riconoscono che la nuova generazione ha prodotto effetti benefici per gli azionisti, sebbene rimangano scettici sulla sostenibilità degli effetti prodotti e, quanto questi possano essere benefici nel lungo periodo. Allo stesso modo, i critici si preoccupano della distrazione che gli attivisti apportano alle società ben gestite, ai loro dipendenti, ai clienti, alle industrie e alla comunità.

Lo *shareholder activism* ha avuto una notevole ripresa a partire dal 2008, raggiungendo oggi i livelli storici osservati prima della crisi finanziaria.

Non è solo il caso degli Stati Uniti, fulcro storico dello *shareholder activism*, dove questo fenomeno è consolidato e ben accetto. L'attivismo sta crescendo anche in altri mercati e principalmente in Europa. L'aumentata dimensione dei fondi attivisti e il percorso di successo ha creato un circolo virtuoso che ha consentito loro investimenti in società sempre più grandi.

Occorre pertanto che le società considerino adeguatamente questo fenomeno e adottino efficaci strumenti di prevenzione e di gestione dell'attivismo, al fine di proteggere e creare valore.

6 BIBLIOGRAFIA

- Activist Insight, Schulte Roth & Zabel. *The Activist Insight Investing annual review 2015*. London, January 2015. <https://www.srz.com/resources/the-activist-investing-annual-review-2015.html>
- Activist Insight, Schulte Roth & Zabel. *The Activist Insight Investing annual review 2016*. London, January 2016. <https://www.srz.com/images/content/5/8/v2/58247/The-Activist-Investing-Annual-Review-2016.pdf>
- Akyol, Ali C., Lim, Wei Fen, Verwijmeren, Partrick, Shareholders in the boardroom: wealth effects of the SEC's proposal to facilitate director nominations. *J. Financ. Quant. Analysis* 47, 1029–1057, 2012.
- Alchian, Armen A., Uncertainty, evolution, and economic theory. *J. Polit. Econ.* 58 (3), 211–221, 1950.
- Alchian, Armen A., Specificity, specialization, and coalitions. *Z. Gesamte Staatswissenschaft/J. Inst. Theor. Econ.* 140, 34–49, 1984.
- Alchian, Armen A., Demsetz, Harold, Production, information costs, and economic organization. *Am. Econ. Rev.* 777-795, 1972.
- Alexander, Cindy R., Chen, Mark A., Seppi, Duane J., Spatt, Chester S., Interim news and the role of proxy voting advice. *Rev. Financ. Stud.* 23, 4419–4454, 2010.
- Allen and Gale, 1992: Stock-Price Manipulation, *Review of Financial Studies*, 4, (1992): 443-481.
- Andrade, Gregor, Mitchell, Mark, Stafford, Erik, New evidence and perspectives on mergers. *J. Econ. Perspect.* 15 (2), 103–120, 2001.
- Anson, M., White T., Ho Ho, The shareholder Wealth Effect of CalPERS Focus List, *J. Of App. Corp. Fin.*, (2003), 8-17
- Appel, Ian R., Gormley, Todd A., Keim, Donald B., Standing on the shoulder of giants: the effect of passive investors on activism. University of Pennsylvania Working Paper, 2016.
- ASSONIME, L'indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nelle società per azioni. Circolare n. 45/2009, *Riv. Soc.*, (2010): 227 ss.
- Atlas, R.D., Some Funds Taking Role Far Beyond Just Investor, *N.Y. Times*, August 16, 2005.
- Avery, H., Hedge Funds: Forget Lawyers, Lean from a Real Active Manager, *Euromoney*, March 2006
- Bhagat, S., Black, B., The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, *Bus. Law*, 54 (1999):921.
- Balp, G., *Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach*, Paper presentato al VII Convegno annuale dell'associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto commerciale “Orizzonti del diritto Commerciale”, Roma, 26-27 febbraio 2016

- Bainbridge, Stephen M., Director primacy and shareholder disempowerment. *Harv. Law Rev.* 119 (6), 1735–1758, 2006.
- Barber, Brad M., 2007. Monitoring the monitor: Evaluating CalPERs' activism. *Journal of Investing* (Winter), 66–80.
- Barber, Brad M., Pension fund activism: the double-edged sword. In: Mitchell, Olivia S., Anderson, Gary (Eds.), *The Future of Public Employee Retirement Systems*, pp. 271–293, 2009.
- Barber, Brad M., Lyon, John D., Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test-statistics. *J. Financ. Econ.* 43, 341–372, 1997.
- Barr, A., Ackman's Bets Against MBIA, Ambac Paid Off in October, *MarketWatch* (28 novembre 2007), http://articles.marketwatch.com/2007-11-28/news/30753929_1_bond-insurers-mbia-and-ambac-financial.
- Bebchuk, L.A., Cohen, A., The cost of entrenched boards, *Journal of Financial Economics*, 78 (2005): 409-433. www.sciencedirect.com
- Bebchuk, Lucian A., Brav, Alon, Jiang, Wei, Keusch, Thomas, 2015. The long-term effects of hedge fund activism: A reply to Cremers, Giambona, Sepe, and Wang. Last modified December 10, 2015, <http://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/10/the-long-term-effects-of-hedge-fund-activism-a-reply-to-cremers-giambona-sepe-and-wang>.
- Becht, Marco, Franks, Julian, Mayer, Colin, Rossi, Stefano, 2010. Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes UK focus fund. *Rev. Financ. Stud.* 23 (3), 3093–3129.
- Becht, Marco, Franks, Julian, Grant, Jeremy, Wagner, Hannes F., 2015. The returns to hedge fund activism: an international study. ECGI Working Paper.
- Becker, Bo, Bergstresser, Daniel, Subramanian, Guhan, 2013. Does shareholder proxy access improve firm value? Evidence from the Business Roundtable Challenge. *J. Law Econ.* 56 (1), 127–160.
- Benoit, D., Lublin, J.S., Dow Chemical, Loeb Settle Board Dispute, *The Wall Street Journal*, Nov. 21, 2014
- Bessler, Wolfgang, Drobetz, Wolfgang, Holler, Julian, 2015. The return to hedge fund activism in Germany. *Eur. Financ. Manag.* 21 (1), 106–147.
- Bethel, Jennifer E., Gillan, Stuart L., 2002. The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting. *Financ. Manag.* 31 (4), 29–54.
- Betton, Sandra, Espen Eckbo, B., Thorburn, Karin S., 2008. Corporate takeovers. In: Eckbo, B. Espen (Ed.) *Handbook of Corporate Finance* vol. 1, pp. 289–427.
- Bhandari, Tara, Iliev, Peter, Kalodimos, Jonathan, 2015. Public versus private provision of governance: the case of proxy access. Pennsylvania State University Working

- Paper. Biggs, John, 1995. Why TIAA-CREF is Active in Corporate Governance, Participant magazine (New York: TIAA-CREF), November.
- Bizjak, John M., Marquette, Christopher J., 1998. Are shareholders all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills. *J. Financ. Quant. Anal.* 33, 499–521. www.wsj.com/articles/dow-chemical-third-point-settle-board-dispute-1416578708
- Black, Bernard S., 1992. Agents watching agents: the promise of institutional investor voice. *UCLA Law Rev.* 39, 811–893.
- Black, Bernard S., Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, (1998): 459-465. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45100
- Bizjak, J.M., Marquette, C.J., Are shareholder Proposal All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolution to rescind Poison Pills”, 33 *J. Fin & Quantitative Analysis*, 33, 4 (1998): 499-521.
- Black, B.S., Institutional Investors and Corporate Governance: The case for Institutional Voice, *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 3 (1992): 19-32.
- Black, B.S., Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3 (1998): 459-465. <http://ssrn.com/abstract=45100>.
- Bocconi, L’apertura del consiglio di amministrazione a non familiari, Aldaf Academy, Corbetta & Minichilli, 2013.
- Boyd, C., Baertlein, L., Darden activist ousts Olive Garden owner's full board, *Reuters*, 10.10.2014 <http://www.reuters.com/article/us-darden-board-idUSKCN0HZ0U320141010>
- Boyson, Nicole M., Mooradian, Robert, 2011. Corporate governance and hedge fund activism. *Rev. Deriv. Res.* 14, 169–204.
- Boyson, Nicole M., Gantchev, Nickolay, Shivdasani, Anil, 2016. Activism mergers. Northeastern University Working Paper.
- Bordiga, F., Partecipazione degli investitori istituzionale alla s.p.a. e doveri fiduciari, *Riv. Soc.*, 2013: 202-207.
- Bradley, Michael, Brav, Alon, Goldstein, Itay, Jiang, Wei, 2010. Costly communication, shareholder activism, and limits to arbitrage. *J. Financ. Econ.* 95 (1), 1–19.
- Bratton, William W., 2007. Hedge funds and governance targets. *Georgetown Law Journal* 95, 1375–1433.
- Brav, Alon, Dasgupta, Amil, Mathews, Richmond, 2016. Wolf pack activism. Duke University Working Paper.

- Brav, Alon, Jiang, Wei, Kim, Hyunseob, 2009. Hedge fund activism: a review. *Found. Trends Finance* 4, 185–246.
- Brav, Alon, Jiang, Wei, Ma, Song, Tian, Xuan, 2014. Shareholder power and corporate innovation: Evidence from hedge fund activism. Duke University Working Paper.
- Brav, Alon, Jiang, Wei, Partnoy, Frank, Thomas, Randall S., 2008. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *J. Financ.* 63, 1729–1775.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R., Corporate Governance and Firm Performance, *J Fin.*, 68 (2008): 1729-55.
- Brav, A., Jian, W., Kim, H., Recent advances in research on hedge fund activism: Value creation and identification, *Annual Review of Financial Economics*, 7 (December 2015): 1-654.
- Bruce N. Lehmann, “Corporate Governance and Hedge Fund Management”, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Econ. Rev.*, 4 (2006): 81-91.
- Brunnermeier, M.K., Oehmke, M., Predatory Short Selling, *Rev Financ*, 18, 6 (2014): 2153-2195.
- Brickles, J., Leadership Structure: Separating the Ceo and Chairman of the Board, *J. Corp Fin.* 3, (1997):189-218.
- Buchanan, Bonnie G., Netter, Jeffrey M., Poulsen, Annette B., Yang, Tina, 2012. Shareholder proposal rules and practice: evidence from a comparison of the United States and United Kingdom. *Am. Bus. Law J.* 49, 739–803.
- Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz German Securities Acquisition and Takeover Act (Germany) <https://www.voeb.de/download/publikation-wertpapiererwerbsgesetz.pdf>
- Castellanos, J., et al., *New Age of Shareholder Activism*, Ross School of Business, University of Michigan Independent Study Project, Report 2015.
- Cai, Jie, Walkling, Ralph A., 2011. Shareholders' say on pay: does it create value? *J. Financ. Quant. Anal.* 46, 299–339.
- California Public Employees' Retirement System, 1998. CalPERs Global Corporate Governance Principles (Sacramento, CA).
- Carleton, Willard T., Nelson, James M., Weisbach, Michael S., 1998. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF. *J. Financ.* 53, 1335–1362.
- Caton, Gary L., Goh, Jeremy, Donaldson, Jeffrey, 2001. The effectiveness of institutional activism. *Financ. Anal. J.* 57, 21–26.
- Chanos, J., Letter from James Chanos, Chairman, Coal. of Private Inv. Co., to Mary L. Shapiro, Chairman, U.S. Sec. & Exch. Comm’n, June 23, 2011 <http://www.bu.edu/rbfl/files/2013/10/Lee.pdf>

- Chee Keong Low. A Road Map for Corporate Governance in East Asia, 25 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 165 (2004): 185-186
- Cheffins, B., Armour, J., The Eclipse of Private Equity, *Del. J. Corp. L.* 1, 33 (2008):13-14.
- Cherkes, Martin, Sagi, Jacob S., Jay Wang, Z., 2014. Managed distribution policies in closed-end funds and shareholder activism. *J. Financ. Quant. Anal.* 49, 1311–1337.
- Choi, Stephen, 2000. Proxy issue proposals: impact of the 1992 SEC proxy reforms. *J. Law Econ. Org.* 16, 233–268.
- Choi, S.J., Fisch, J.E., Kahan, M., *Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections*, University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper No. 11-28 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912772
- Choi, S.J., Fisch, J.E., Kahan, M., “*The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*” *Emory L.J.*, 59 (2009-2010): 884-906.
- Clifford, Christopher P., 2008. Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *J. Corp. Finance* 14, 323–336.
- Clifford, Christopher P., Lindsey, Laura, 2016. Blockholder heterogeneity, CEO compensation, and firm performance. *J. Financ. Quant. Anal.* (forthcoming).
- Cohn, Jonathan B., Gillan, Stuart L., Hartzell, Jay C., 2015. On enhancing shareholder control: a (Dodd-) Frank assessment of proxy access. *J. Financ.* (forthcoming).
- Corum, Adrian A., Levit, Doron, 2015. Corporate control activism. University of Pennsylvania Working Paper.
- Conrad, J., Cornell, B., Landsman, W., When Is Bad News Really Bad News?, *The Journal of Finance*, 57, 6(2002): 2507-2532.
- Consob, Testo Unico della Finanza D.Lgs. n.58 del 24.2.1998, aggiornato con D.Lgs. n. 254 del 30.12.2016 www.consob.it/documenti/Regolamentazione/normativa_in/dlgs58_1998.pdf
- Cotter, J.F., Peck, S.W., The Structure of Debt and Active Equity Investors; The Case of the Buyout Specialist, *J. Financial Economics*, (2001) 59,: 101-147.
- Council of the European Union, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, 28 July 2015 <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11243-2015-INIT/en/pdf>
- Cremers, K.J. Martijn, Giambona, Erasmo, Sepe, Simone M., Wang, Ye, 2015. Hedge fund activism and long-term value. Notre Dame Working Paper.

- Cronqvist, Henrik, Fahlenbrach, Rüdiger, Large shareholders and corporate policies. *Rev. Financ. Stud.* 22, 3941–3976, 2009.
- Crutchley, Claire E., Hudson, Carl D., Jensen, Marlin R.H., The shareholder wealth effect of CalPERs activism. *Financ. Serv. Rev.* 7 (1), 1–10, 1998.
- Cuñat, Vicente, Gine, Mireia, Guadalupe, Maria, 2012. The vote is cast: the effect of corporate governance on shareholder value. *J. Financ.* 67, 1943–1977.
- Cuñat, Vicente, Gine, Mireia, Guadalupe, Maria, 2015a. Price and probability: decomposing the takeover effects of anti-takeover provisions. London School of Economics working paper.
- Cuñat, Vicente, Gine, Mireia, Guadalupe, Maria, 2015b. Say pays! Shareholder voice and firm performance. *Rev. of Financ.* (forthcoming).
- Davidoff, S.M., Disclosure by Short-Sellers Would Improve Market Clarity, *N.Y. Times Dealbook*, 22 maggio 2012. <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/22/disclosure-by-short-sellers-would-improve-market-clarity/>
- Davidoff, S., Ackman, Herbalife, and Celebrity Short-Seller, *The New York Times*, Jan 1, 2013.
- Davis, G.F., Agents without Principles? The spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network, *Administrative Science Quarterly*, 36, 4 (Dec., 1991): 583-613 <http://links.jstor.org/sici?=001-8392%28199112%2936%3A4%3C583%3AAWPTSO%3E2.0.CO%3B2-Z>
- Del Guercio & Hawkins, The motivation and impact of pension Fund Activism, *J. Fin. Econ.*, 52,3(1999):293-297.
- DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda, 1989. Proxy contests and the governance of publicly held corporations. *J. Financ. Econ.* 23, 29–59.
- Del Guercio, Diane, Seery, Laura, Woidtke, Tracie, 2008. Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? *J. Financ. Econ.* 90, 84–103.
- Demsetz, Harold, 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *J. Law Econ.* 26, 375–390.
- Denozza, F., Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 1 (2015): 1–14.
- Dent, G.W., A Defense of Proxy Advisors, *Michigan State Law Review* (2014): 1287 ss.
- Diamond, D.W., Verrecchia, R.E., 1987, Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information, *Journal of Financial Economics*, 18, (1987): 277-311.
- Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L., The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. *Journal of Finance*, 63, 3 (2008):1093-1135.

- Downs, A., *An Economic Theory of Democracy*, New York, Harper and Row, 1957.
- Dodd, Peter, Warner, Jerold B., 1983. On corporate governance: a study of proxy contests. *J. Financ. Econ.* 11, 401–438.
- Edelman, S., Proxy Advisory Firms: A Guide for Regulatory Reform, *62 Emory Law Journal*, 62(2012-2013), 1369-1409.
- English, Philip C., Smythe, Thomas I., McNeil, Chris R., 2004. The “CalPERs Effect” revisited. *J. Corp. Finance* 10, 157–174.
- Ertimur, Yonca, Ferri, Fabrizio, Stubben, Stephen R., 2010. Board of directors' responsiveness to shareholders: evidence from shareholder proposals. *J. Corp. Finance* 16, 53–72.
- Ertimur, Yonca, Ferri, Fabrizio, Muslu, Volkan, 2010. Shareholder activism and CEO pay. *Rev. Financ. Stud.* 24, 535–592.
- Faille, C.C., Book Review, *Fed. Law.*, Nov-Dec, (2003): 57-59.
- Fama, E., Jensen, M., Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26, 2 (1983): 301-25.
- Finnerty, J.D., *Short Selling, Death Spiral Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation* (March 2005), Paper, Fordham University Graduate School of Business. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=687282
- Fos, Vyacheslav, 2016. The disciplinary effects of proxy contests. *Manag. Sci.* (forthcoming).
- Fos, Vyacheslav, Jiang, Wei, 2015. Out-of-the-money CEOs: private control premium and option exercises. *Rev. Financ. Stud.* (forthcoming).
- Fos, Vyacheslav, Tsoutsoura, Margarita, 2014. Shareholder democracy in play: career consequences of proxy contests. *J. Financ. Econ.* 114 (2), 316–340.
- FTI consulting, The Shareholder Activist view 2015. <http://www.fticonsulting.com/~media/Files/us-files/insights/reports/shareholder-activism-parti.pdf> <http://www.fticonsulting.com/~media/Files/us-files/insights/reports/shareholder-activism-partii.pdf>
- Gantchev, Nickolay, 2013. The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model. *J. Financ. Econ.* 107, 610–631.
- Gantchev, Nickolay, Gredil, Oleg, Jotikasthira, Chotibhak, 2015. Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism. University of North Carolina at Chapel Hill Working Paper.
- Gantchev, Nickolay, Jotikasthira, Chotibhak, 2015. Institutional trading and hedge fund activism. University of North Carolina at Chapel Hill Working Paper.
- Gillan, Stuart L., Starks, Laura T., 1998. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemp. Finance Dig.* 2, 10–34.

- Gillan, Stuart L., Starks, Laura T., 2000. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *J. Financ. Econ.* 57, 275–305.
- Gillan, Stuart L., Starks, Laura T., 2007. The evolution of shareholder activism in the United States. *J. Appl. Corp. Finance* 19, 55–73.
- Gillan, Stuart L., Kensinger, John W., Martin, John D., 2000. Value creation and corporate diversification: the case of Sears, Roebuck & Co. *J. Financ. Econ.* 55, 103–137.
- Gillan, S., Starks, L.T., Corporate Governance Proposal and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investor, *Journal of Financial Economics*, 57, 2 (2000): 275-305.
- Gilson, R.J., Schwartz, A., Sales and Elections as Methods for transferring Control”, *Theoretical Inquiries in Law*, 2 (2001): 783-790.
- Glass Lewis Voting Guidelines, 2015. http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2013/12/2015_GUIDELINES_United_States.pdf
- Gompers, Paul, Ishii, Joy, Metrick, Andrew, 2003. Corporate governance and equity prices. *Q. J. Econ.* 118 (1), 107–155.
- González, Tanja Artiga, Calluzzo, Paul, 2016. Clustered shareholder activism. Tinbergen Institute Working Paper.
- Greenwood, Robin, Schor, Michael, 2009. Investor activism and takeovers. *J. Financ. Econ.* 92, 362–375.
- Gregg A. Jarrel & Annette B. Poulsen, Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading of Market Anticipation? , *J.L. Econ & Org.*, 244 (1989): 225-227.
- Guizzi, G., La SGR di gruppo tra integrazione e autonomia, in *Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di D’Apice, Bologna, Il Mulino, 2016.
- Hanson, R.C., Song, M., H, “Managerial Ownershi, Board Structure, and the division of Gains in Divestitures”, *J. Corp. Fin.*, 6, 1 (2000): 55-70 .
- Hadani, Michael, Goranova, Maria, Khan, Raihan, 2011. Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *J. Bus. Res.* 64, 1352–1360.
- Hamao, Yasushi, Kutsuna, Kenji, Matos, Pedro, 2011. U.S.-style activism in Japan: the first two years. University of Southern California Working Paper.
- Hansen, Robert G., Lott Jr., John R., 1996. Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers. *J. Financ. Quant. Anal.* 31 (1), 43–68.
- Helwege, Jean, Intintoli, Vincent J., Zhang, Andreq, 2012. Voting with their feet or activism: Institutional investors' impact on CEO turnover. *J. Corp. Finance* 18, 22–37.

- Henderson, C.F., Lasher, A.C., 20 Million Careless Capitalists. Garden City, N.Y., Doubleday, (1967): 75-77.
- Henning, P.J., Fate of Herbalife's Stock May Lie with Government Agencies, *N.Y. Times Dealbook*, Jan 14, 2013. <http://dealbook.nytimes.com/2013/01/14/fate-of-herbalife-stock-may-lie-with-government-agencies>.
- Hillion, P., Vermaelen, T., Death spiral convertibles, *SSRN Electronic Journal*, 71, 2 (may2001): 381-415.
- Hopt, K.J., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, *American Journal of Comparative Law*, 59, 1 (2011). ECGI Law Working Paper 170/2011.
- Hotchkiss, E., Mooradian, R.M., Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms, *Journal of Financial Economics* 43, 3 (1997): 401–32.
- Icahn, C.C., Sale: Apple Shares at Half Price, October 9, 2014. <http://www.shareholderssquaretable.com/sale-apple-shares-at-half-price/>
- Institutional Shareholder Services, Florange Law 29 March 2014, France. www.issgovernance.com/file/publications/impact-of-florange-act-france.pdf
- Ikenberry, David, Lakonishok, Josef, 1993. Corporate governance through the proxy contest: evidence and implications. *J. Bus.* 66, 405–435.
- Iliev, Peter, Lowry, Michelle, 2015. Are mutual funds active voters? *Rev. Financ. Stud.* 28 (2), 446–485.
- ISS Voting Guidelines, 2015. <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/2015-policy-information/>
- Jensen, M., Meckling, W., Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 11, (1976).
- Jensen, M.C., Takeover: Their Causes and Consequences, *2 J. Econ. Persp.*, (1998): 21-22.
- Jensen, Michael C., Meckling, William H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305–360.
- Jochem, Torsten, 2013. Does proxy access increase shareholder wealth? Evidence from a natural experiment. *Essays on Finance and Banking*. University of Pittsburgh Doctoral Dissertation.
- John, Kose, Klein, April, 1995. Shareholder proposals and corporate governance. New York University Working Paper.
- Johnson, Marilyn F., Shackell, Margaret B., 1997. Shareholder proposals on executive compensation. University of Michigan Working Paper.

- Johnson, Travis L., Swem, Nathan, 2015. Reputation and hedge fund activism. University of Texas at Austin Working Paper.
- Johnson, Marilyn F., Porter, Susan, Shackell, Margaret B., 1997. Stakeholder pressure and the structure of executive compensation. University of Michigan Working Paper.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (2000) Tunneling, Working Paper 7523. National Bureau of Economic Research, 2000 <http://www.nber.org/papers/w7523>
- J.P. Morgan, The activist revolution, January 2015. <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320693986586.pdf>
- Kahan, M., Rock, E.B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 (2007) U. Pa. L. Rev. 1021. http://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol155/iss5/1
- Kahn, Charles, Winton, Andrew, 1998. Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *J. Financ.* 53 (1), 99–129.
- Kanarek, L., Dealing with activist investors, McKinsey on Finance Number 50, Spring 2014.
- Karpoff, Jonathan, Rice, Edward, 1989. Organizational form, share transferability, and firm performance: evidence from the ANCSA corporations. *J. Financ. Econ.* 24, 69–105.
- Karpoff, Jonathan M., Malatesta, Paul H., Walkling, Ralph A., 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence. *J. Financ. Econ.* 42, 365–395.
- Klein, April, Zur, Emanuel, 2009. Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *J. Financ.* 64, 187–229.
- Klein, April, Zur, Emanuel, 2011. The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders. *Rev. Financ. Stud.* 24, 1735–1771.
- Klein, A., Zur, E., Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, (2009) *The J. Fin.* XXIV, 1 (2009)
- Klöhn, L., Schwarz, P., The Regulation of Proxy Advisors, *Capital Markets Law Journal* 8:1 (2013): 90-107. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2079799
- Krishnan, C.N.V., Partnoy, Frank, Thomas, Randall S., 2016. The second wave of hedge fund activism: The importance of reputation, clout, and expertise. *J. Corp. Finance.* (forthcoming).
- Laakkonen, H., Lanne, M., *Asymmetric News Effects on Volatility: Good vs Bad News in Good vs. Bad Times*. University of Helsinki, University of Jyväskylä, HECER. (2008).
- Lay Blames Enron Failure on Attack of Short-Seller, *N.Y. Times* (27 aprile 2006), <http://www.nytimes.com/2006/04/27/business/worldbusiness/27iht-enron.html>.
- Larcker, D.F., McCall, A.L., Ormazabal, G., *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in *J. L. Econ.* 58(2015): 173 ss.

- Larcker, David F., Ormazabal, Gaizka, Taylor, Daniel J., 2011. The market reaction to corporate governance regulation. *J. Financ. Econ.* 101 (2), 431–448.
- Lener, R., La Sgr come socio, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno Assogestioni, Roma, 2000.
- Livingston, S., *Clarifying the CNN Effect: An Examination of Media Effects According to Type of Military Intervention*, [Harvard Kennedy School](http://www.harvardkennedy.edu/research/papers/1997/clarifying-the-cnn-effect), Research Paper, 1997.
- Macey, J., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton University Press, (2008): 241.
- McLean, B., The mystery of the \$890 Billion Insurer, *CNN Money* (16 maggio 2005), http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2005/05/16/8260164/index.htm.
- M.C.Lee, C., Swaminathan B., Price momentum and Trading Volume, *The Journal of Finance*, LV, 5, (oct 2000): 2017-2069.
- Manne H.G., Mergers and the Market for Corporate Control, *J. Political Econ.*, 73, 2, (1965): 110.
- Marchetti, P., Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance, in *Riv. Soc.*, 2013, 225 ss.
- Matsusaka, John G., Ozbas, Oguzhan, 2016. A theory of shareholder approval and proposal rights. University of Southern California Working Paper.
- Matsusaka, John G., Ozbas, Oguzhan, Yi, Irene, 2015. Opportunistic proposals by union shareholders. University of Southern California Working Paper.
- McCahery, J.A., Sautner, Z., Starks, L.T., Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Journal of Finance*, Campbell R. Harvey, June 2015: 12. <http://ssrn.com/abstract=1571046>.
- Millstein, I.M., MacAvoy, P.W., Essay: The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation, *Columbia Law Review*, 98, 5, (1998): 1283-1291.
- Ministerio de la Presidencia, Real Decreto Legislativo 1/2010, Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, España. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544&p=20150721&tn=0>
- Monks, R.A., Minow, N., *Corporate Governance*, John Wiley and Sons, 5th (2011).
- Monga, V., Benoit, D., Francis, T., As Activism Rises, U.S. Firms Spend More on Buybacks Than Factories, *The Wall Street Journal*, May 26, 2015. <http://www.wsj.com/articles/companies-send-more-cash-back-to-shareholders-1432693805>.
- Montalenti, P., Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte, in *Riv. Soc.*, 2015: 957 s.

- Monks, Robert A.G., Minow, Nell, 1991. *Power and Accountability*. HarperCollins, Dunmore, PA (292 pp.).
- Morini, A., *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in Banca, borsa, titoli di credito, Giuffrè 6 (2015): 759.
- Muddy Waters Research, *Reports*: <http://www.muddywatersresearch.com/company/olam/> (ultima visita 27 gennaio 2017)
- Mulherin, J. Harold, Poulsen, Annette B., 1998. Proxy contests and corporate change: implications for shareholder wealth. *J. Financ. Econ.* 47, 279–313.
- Musa, M.A., The Influence of Institutional Shareholder Activism as a Corporate Governance Monitoring Mechanism in Malaysia, *Waset. org*, 71(2012): 1328-1332.
- Nickolay M. Gantchev, N.M., The Cost of shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model, University of Pnesylvania, dissertation (2011). <http://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1573&context=edissertations>
- Noe, T.H., Rebello M.J., Reputation and the Market for Distressed Firm Debt, *J. Fin. Quantitative Analysis*, 38 (2003): 503-5.
- Nelson, James M., 2005. Does good corporate governance really work? More evidence from CalPERs. *J. Asset Manag.* 6, 274–287.
- Nelson, James M., 2006. The “CalPERs effect” revisited again. *J. Corp. Finance* 12, 187–213.
- Nesbitt, Stephen L., 1994. Long-term rewards from shareholder activism: a study of the “CalPERs” effect. *J. Appl. Corp. Finance* 6 (4), 75–80.
- Norli, Øyvind, Ostergaard, Charlotte, Schindele, Ibolya, 2015. Liquidity and shareholder activism. *Rev. Financ. Stud.* 28 (2), 486–520.
- Opler, Tim C., Sokobin, Jonathan, 1997. Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors. Ohio State University Working Paper.
- Partnoy, Frank, 2015. The surprising market response to activist hedge funds.” Editorial. *Wall Street J.* A13 (22 Apr. Print).
- Porter, M.E., *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 2 (1992): 4-16
- Pound, John, 1992. Raiders, targets, and politics: the history and future of American corporate control. *J. Appl. Corp. Finance* 5, 6–18.
- Pound, J., The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control, 68 *N.Y.U. Law review*, 1003 (1993): 1007

- Preqin Special Report: Hedge Fund Activist Report (giugno 2014)
https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Activist_Hedge_Funds_June_14.pdf
- Prevost, Andrew K., Rao, Ramesh P., 2000. Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? *J. Bus.* 73, 177–204
- Prevost, Andrew K., Rao, Ramesh P., Williams, Melissa A., 2012. Labor unions as shareholder activists: champions or detractors? *Financ. Rev.* 47, 327–349.
- Principi Italiani di Stewardship, Assogestioni 2015.
<http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,788,0,49,html/autoregolamentazione>
- PwC, PwC's 2016 Annual Corporate Directors Survey. Pricewaterhouse Coopers LLP. Octobers 2016.
<https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/annual-corporate-directors-survey/assets/pwc-2016-annual-corporate--directors--survey.pdf>
- Raghuram G. Rajan, , Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking, *Journal of Political Economy*, 109 (2001): 287-327.
- Regoli, D., Gli *amministratori* indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statali, *Riv. soc.* 1 (2008): 408.
- Renneboog, Luc, Szilagyi, Peter G., 2011. The role of shareholder proposals in corporate governance. *J. Corp. Finance* 17, 167–188.
- Ryngaert, Michael, Scholten, Ralph, 2010. Have changing takeover defense rules and strategies entrenched management and damaged shareholders? The case of defeated takeover bids. *J. Corp. Finance* 17, 167–188.
- Richard, C.S., Confidence Game: How Hedge Fund Manager Bill Ackman Called Wall Street's Bluff , (2011).
- Roe, M.J., The Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. New York, Oxford University Press, 2003.
- Romano, R., *Does Confidential Proxy Voting Matter?*, Yale ICF Working Paper 02-29, Yale Law & Economics Research Paper 265 (July 15, 2002). <https://ssrn.com/abstract=325640>
- Romano, R., Less is More: *Making Institutional Investor Activism A Valuable Mechanism of Corporate Governance*, Faculty Scholarship Series, Paper 1916, (2001).
http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1916
- Roberta Romano: “Corporate Law and Corporate Governance”, *Indus & Corp. Change* 277, 5(1996): 284-90.
- Rosenstein, S., G. Wyatt, J.G., Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, 26,2 *J. Fin. Econ.* (1990):175-191.
- Ruffner, M., *Die ökonomischen Grundlagen eins Recht der Publikumsgesellschaft*, Zurich, 2000.

- SEC, Office of Investor Education and Advocacy, Investor Bulletin: Say-on-Pay and Golden Parachute Votes. <https://www.sec.gov/investor/alerts/sayonpay.pdf>
- Securities and Exchange Commission, *Selective Disclosure and Insider Trading*, 2000. <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>
- Securities and Exchange Commission, Short Sales, U.S. Sec. & Exch. Comm'n <https://www.sec.gov/answers/shortsale.htm>
- Shleifer, A., Vishny R.W., Large Shareholder and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, 94, 3, 1 (1986):461-488.
- Shleifer, A., Summers, L. H., The noise trader approach to finance, *The Journal of Economic Perspectives*, 4, 2 (1990): 19-33.
- Smith, D.C., Not-So-Simple Simon, *Wall Street J.*, March 4, 1965: 1.
- Smith, Michael P., 1996. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS. *J. Financ.* 51, 227–252.
- Smith, R., Emshwiller, J.R., 24 days: How Two Wall Street Journal Reporters Uncovered The Lies That Destroyed Faith in Corporate America, Harper Collins, 2003.
- Smith, M., Shareholder Activism by Institutional Investors: evidence from CalPERS, 51 *J. Fin.* 227, 232. TIAA-CRED
- Smith, P., Short-Selling Investment Research Firms like Muddy Waters: Manipulation or Aiding the Market?, CFA institute, 7 december 2012. <https://blogs.cfainstitute.org>
- Solomon, D., SEC Is Set to Approve Plan to Ease Short-Selling Curbs for One Year, *Wall St. J.*, June 23, 2004, at C3.
- Song, Wei-Ling, Szewczyk, Samuel, 2003. Does coordinated institutional investor activism reverse the fortune of underperforming firms? *J. Financ. Quant. Anal.* 38, 317–335.
- Sorkin, A., BlackRock's Chief, Laurence Fink, Urges Other C.E.O.s to Stop Being So Nice to Investors, Dealbook New York Times, Aprile 13, 2015.
- Spector, M., McCracken J., _Distressed Takeovers Soar, *Wall St. J.*, Aug. 11, 2009.
- Stella Richter, M., Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010.
- Stanley, C.A. The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted during the 2008 Financial Crisis, *4 Entrepreneurial Bus. L.J.* (2009): 267-268.
- Strickland, Deon, Wiles, Kenneth W., Zenner, Marc, 1996. A requiem for the USA: is small shareholder monitoring effective? *J. Financ. Econ.* 40, 319–338.

- Sullivan & Cromwell, LLP, 2014. 2014 Proxy Season Review, June 25, 2014. Available at http://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_2014_Proxy_Season_Review.pdf.
- Sunder, Jayanthi, Sunder, Shyam V., Wan, Wongsunwai, 2014. Debtholder responses to shareholder activism: evidence from hedge fund interventions. *Rev. Financ. Stud.* 27, 3318–3342.
- Taub, S., Proxy Warriors, in *Institutional Investor*, 16 January 2003.
- Taub, S., Man of Steel, *Institutional Investor's Alpha*, February 2004.
- Thel, S., \$850,000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation, *Cornell Law Review*, 79, 2 (1994): 1.
- The Economist, *Capitalism's unlikely heroes*, The Economist Newspaper, London, 7 February 2015.
- The National Archives, Companies Act 2006(UK) http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf
- Thomas, Randall S., Cotter, James F., 2007. Shareholder proposals in the new millennium: shareholder support, board response, and market reaction. *J. Corp. Finance* 13, 368–391.
- Thomas, Randall S., Martin, Kenneth J., 1998. Should labor be allowed to make shareholder proposals? *Wash. Law Rev.* 73, 41–80.
- Thurm, Scott, Benoit, David, 2012. Activist investors go after big game. *Wall Street J.* B2 (July 16, 2012).
- Tonello, M., Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors, The Conference Board, 2008.
- United States Code, Title 15 – Commerce and Trade; Manipulation of security prices, 2B, 78i (2006 & Supp. V 2011) <https://www.gpo.gov/>
- Vella, F., Bosi, G., *Diritto ed economia delle società*, Bologna, Il Mulino 2015.
- Venkiteshwaran, Vinod, Iyer, Subramanian R., Rao, Ramesh P., 2010. Is Carl Icahn good for long-term shareholders? A case study in shareholder activism. *J. Appl. Corp. Finance* 22, 45–57.
- Wahal, S., Pension Fund Activism and Firm Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1, (1996):1–23.
- Wahal, Sunil, Wiles, Kenneth W., Zenner, Marc, 1995. Who opts out of state antitakeover protection?: the case of Pennsylvania's SB 1310. *Financ. Manag.* 24 (3), 22–39.
- Weisbach, M., “Outside Directors and CEO Turnover”, *J. Fin. Econ.*, 20 (1988): 431-460.
- Woidtke, Tracie, 2002. Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value. *J. Financ. Econ.* 63, 99–131.

- Wu, YiLin, 2004. The impact of public opinion on board structure changes, director career progression, and CEO turnover: evidence from CalPERs corporate governance program. *J. Corp. Finance* 10, 199–227
- Zhu, Heqing, 2013. The preventive effect of hedge fund activism. University of Oklahoma Working Paper.
- Zoppini, A., Note sull'amministratore indipendente "di gruppo", *Riv. Not.*, (2010): 1170.
- Zuckerman, H. & G., New York Examines Research by Gotham Partners on MBIA, *Wall St. J.* (10 gennaio 2003), <http://online.wsj.com/article/SB1042170892871569424.html>.

ESTRATTO

Lo *shareholder activism* racchiude un insieme di attività, più o meno aggressive, di uno o più azionisti di una *public company*, intenzionati ad estrarre valore da una società che ritengono sottovalutata.

Questo fenomeno è cresciuto negli ultimi anni e nessuna compagnia ne è immune. Gli *activist*, che chiameremo “attivisti”, si concentrano su società con vulnerabilità sia finanziarie che di *governance*, raggiungendo molto spesso gli obiettivi che si erano prefissati. Complessivamente il numero di società soggette a richieste pubbliche da parte di attivisti è cresciuto del 16%, arrivando a 551³³⁷ nel 2015.

Una spiegazione per cui l’impegno degli *activist* è cresciuto sempre più negli ultimi anni è sicuramente l’aumento dei capitali a loro disposizione. È infatti stimato che i fondi attivisti rappresentino attualmente 169 miliardi³³⁸, tre volte di più rispetto al 2010 e con un tasso di successo, su almeno una parte dei propri obiettivi, del 69%³³⁹.

Le critiche accusano gli attivisti di essere orientati al breve periodo, circostanza ritenuta vera dal 96%³⁴⁰ degli amministratori, e di essere alla ricerca di un rapido guadagno. Tuttavia una vasta maggioranza degli amministratori riconosce che l’attivismo può essere positivo per l’attività aziendale, in termini di maggior efficienza nel valutare la strategia, l’operatività e l’allocazione del capitale.

Nonostante le società possano trarre benefici dell’attivismo, la maggior parte delle stesse ricerca strategie per stare lontano dal mirino degli attivisti. Metà degli amministratori dichiara che il proprio CdA comunica regolarmente con chi investe nella compagnia, e il 48% afferma di utilizzare servizi di monitoraggio sulle azioni per controllare i cambi nella compagine azionaria. Più di un terzo delle società, revisiona le vulnerabilità strategiche che potrebbero attrarre un’attivista e assumono una terza parte per servizi di consulenza riguardanti l’attivismo³⁴¹.

Un ambiente così organizzato fornisce l’opportunità per il CdA di verificare che l’amministratore delegato della compagnia stia facendo abbastanza per massimizzare il valore per gli azionisti.

Concentrandosi sulla creazione di valore nel lungo periodo, gli amministratori possono aiutare la società a evitare gli effetti negativi e le contraddizioni generate dall’agenda degli attivisti.

337 Crescita registrata nel 2015 rispetto all’anno precedente. I dati si riferiscono alle società quotate aperte soggette a richieste dagli attuali azionisti. I dati non includono le campagne di attivismo promosse da fondi ribassisti o short seller. *The Activist Insight Investing annual review*, Schulte Roth & Zabel 2016.

338 Numero a cui si aggiungono i fondi che solo parzialmente si concentrano sull’attivismo, rappresentanti di 173 miliardi, per un totale di 342 miliardi. In aggiunta l’86% dei fondi ha dichiarato che si impegnerà in nuove operazioni di capital-raising nei prossimi 12 mesi. *The Shareholder Activist view 2015*, FTI consulting

339 Dato aggiornato al 2015, *Activist Insight, Activist Investing Review 2016, January 2016*

340 PwC 2016, *Annual Corporate Directors Survey, Octobers 2016*.

341 PwC 2016, *Annual Corporate Directors Survey, Octobers 2016*.

Un piano di sviluppo sostenibile dovrebbe esaminare alternative di crescita come la cessione di business o asset poco performanti, scindere la compagnia o fare acquisizioni.

Lo scopo di questo studio è fornire una panoramica circa lo spettro di attività: chi sono gli attivisti, che cosa vogliono, quando è probabile che approccino una società, quali tattiche usano, quali sono i diversi tipi di attivismo e come le società possono sia prepararsi che rispondere ad ogni tipo di attivismo.

La tesi ha quindi tre obiettivi principali: (1) esaminare la letteratura accademica e gli articoli contemporanei sul fenomeno dello *shareholder activism* e della sua presumibile evoluzione; (2) compendiare le *best practice* e le strategie attuabili per gestire lo *shareholder activism* e (3) disegnare un modello che definisca quando è conveniente per la società riallocare le azioni a soggetti non contrari al piano strategico.

L'attuale struttura di governo societario che delega il potere dagli azionisti al CdA, e dal CdA ai manager, è il sistema migliore per gestire il differenziale creato dal problema di agenzia. Comunque, le inefficienze persistono, lasciando spazio per la creazione di valore e con questa l'opportunità di catturarne una parte.

A prescindere dalla grandezza e dalla fattispecie, a fronte del problema di agenzia i meccanismi di controllo sono sia interni che esterni³⁴². Quando i controlli interni falliscono una società può contare su quelli esterni, disponibili solo per le società quotate. Le due tipologie di controllo esterno sono il prezzo di mercato e il mercato del controllo societario.

Il prezzo di mercato risponde alle decisioni assunte dalle società e la qualità di queste decisioni sarà riflessa dal prezzo delle sue azioni. Il punto critico diventa quindi la velocità del mercato nell'incorporare i problemi. Tralasciando la dispendiosità di una acquisizione, ci si deve domandare se questo meccanismo di controllo è sostenibile nel lungo periodo.

Sia nei sistemi *insider* che *outsider*, una promettente fonte di controllo esterno e di bilanciamento dei problemi di agenzia, è stata identificata nello *shareholder activism*³⁴³.

Questa categoria di investitori adotta comportamenti diversi da quelli tradizionali. Infatti gli azionisti, di solito, quando non sono soddisfatti del management della società, scelgono l'uscita dall'investimento, considerando la trasferibilità delle azioni come l'unico reale diritto che possiedono e l'unico strumento per mandare un messaggio di disapprovazione. Quando un blocco di azionisti abbastanza grande sceglie di vendere, il prezzo dell'azione scende fino ad esporre la società ad un potenziale *takeover*. I manager saranno allora incentivati ad agire nell'interesse degli azionisti al fine di evitare il rischio di essere rimpiazzati come conseguenza di un

342 Maizatul A. Musa, "The Influence of Institutional Shareholder Activism as a Corporate Governance Monitoring Mechanism in Malaysia"

343 Bernard S. Black, 1992 "Institutional Investors and Corporate Governance: The case for Institutional Voice" *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 5, Issue 3. Pp. 19-32

*takeover*³⁴⁴. È convinzione che il valore della società beneficerebbe della presenza di investitori di lungo periodo che, motivati da interessi in linea con quelli dell'azienda, agiscano come supervisor.³⁴⁵

Il moderno *activist investing* si è sviluppato attraverso meccanismi che ne hanno incentivato l'evoluzione.

Il compito principale dei gestori degli hedge fund è quello di generare ritorni superiori al mercato ponderati per il rischio (*alpha*). Gli attivisti sono investitori alla ricerca di valore, e dal momento che è praticamente impossibile prevedere il futuro più accuratamente di quanto faccia il mercato nel suo complesso, praticano l'attivismo al fine di generare un vantaggio.

La maggior parte di chi opera sui mercati finanziari valuta una società basandosi sulla sua strategia, sulle intenzioni del management in carica e sulla capacità che il mercato gli attribuisce nell'implementazione efficace della strategia. Così facendo, si perviene ad una curva di domanda relativa alla medesima valutazione. Nello stesso momento, gli attivisti sono in grado di prendere una posizione sulla stessa società con una diversa curva di domanda. Sono infatti intenzionati a promuovere una serie di misure e piani diversi, supponendo di spostare la curva di domanda, o con un "rimbalzo" del prezzo azionario nel breve termine, nel caso in cui il mercato ritenga la loro proposta migliore della condizione attuale, o nel lungo termine, dai tre ai cinque anni, quando la nuova strategia sarà implementata.

Mentre i benefici di questo approccio attivista sono stati dimostrati nel corso degli ultimi dieci anni, gli *activist funds* hanno attratto ancora più capitali, incrementando sia il loro "arsenale" che il vantaggio, e l'incentivo ad esercitarlo.

Gli attivisti che sono stati intervistati per questo studio³⁴⁶ hanno affermato che gli interessi del management sono raramente allineati soltanto con quelli degli azionisti, ed è l'attivismo a capitalizzare l'opportunità di riallineare questi interessi.

I problemi di agenzia, e l'attività dei gestori di fondi di ricercare opportunità, non sono fenomeni nuovi. Per spiegare perché l'attivismo è progredito negli ultimi anni è essenziale capire tre fattori fondamentali che ne hanno facilitato la progressiva affermazione: il ruolo degli investitori istituzionali che sono diventati sempre più intermediari e detentori di capitale, la riduzione nella *corporate governance* di quelle pratiche che tradizionalmente servivano da barriera per l'attivismo, e la rilevanza sullo scenario economico e politico della stampa e dei media.³⁴⁷

344 Il rischio e gli effetti del takeover, o scalata societaria sono stati descritti da Manne, 1964; Shleifer e Vishny, 1986. *The Journal of Political Economy*, Volume 94, Issue 3, Part 1 (Jun., 1986), 461-488 "Large Shareholder and Corporate Control".

345 Porter, 1992 "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry" *Journal of Applied Corporate Finance*; Monk e Minow, 7 marzo 2008 "Corporate Governance".

346 Cesare Zucchini, Londra ottobre 2016; Intervista a tre vice president di un hedge fund attivista con sede in Inghilterra (i nomi, per riservatezza, non vengono divulgati).

347 Javier Castellanos, Gabriel Craft, Erick Gohman, Brandon Meloche, Erica Silvertson, Tim Zepp: "New Age Of Shareholder Activism"

Non c'è sviluppo recente che abbia influenzato in profondità il processo decisionale aziendale, sia strategico che operativo, come la crescita dello *shareholder activism* dopo la crisi finanziaria globale.

Oggi più di dieci “*activist fund*” gestiscono oltre 10 miliardi ognuno, circa l'ammontare dell'intera *asset class* di dieci anni fa³⁴⁸. Questo significativo afflusso di capitale in questa *asset class* deriva da una forte pressione per far rendere rapidamente il capitale e investirlo in società ancor più grandi.

Oltre al dinamismo di questo comparto, stanno entrando ad un ritmo crescente nuovi fondi nello scenario dello *shareholder activism* e i tradizionali investitori istituzionali stanno aumentando il supporto diretto o indiretto alle campagne di attivisti.

La crescita dei capitali raccolti significa anche che a disposizione degli attivisti c'è un maggior numero di risorse e, a fronte di un limitato numero di opportunità negli Stati Uniti, si assiste a un incremento delle attività in Europa. In aggiunta, i mercati dei capitali, a seguito della crisi, contribuiscono alle campagne di attivismo, rendendo più facile per un fondo identificare i candidati che si ritiene possano avere un valore nascosto.

Il motivo più convincente per spiegare la crescita dello *shareholder activism*, è che gli attivisti stanno realizzando ritorni significativi per i loro fondi e sono in grado di sovrastare il mercato³⁴⁹. Un'analisi dei migliori cinque fondi attivisti mostra che in media realizzano rendimenti di molto superiori agli altri fondi e agli indici di borsa³⁵⁰, incluso il Russel 3000, il Dow Jones Index e lo S&P 500. Grazie alle loro eccezionali performance e all'afflusso di nuovi capitali agli *activist fund*, gli attivisti stanno guadagnando credibilità, per la loro capacità di portare un cambiamento positivo nelle società che prendono come obiettivo.

C'è stato inoltre un cambiamento sulla percezione da parte degli azionisti: gli attivisti non sono più visti come i “cattivi” *corporate raiders*, ma come investitori legittimamente alla ricerca di un incremento del valore azionario. Questa approvazione si riscontra anche a livello normativo negli Stati Uniti, dove recentemente la SEC ha fornito più opportunità agli azionisti di votare, facilitando il compito degli attivisti nel momento in cui cercano effettivamente di cambiare.

Gli attivisti di oggi sono più sofisticati e più capaci di esercitare la loro influenza, hanno infatti dimostrato non solo di poter proporre amministratori altamente qualificati, ma di avere il peso necessario per farli eleggere. Gli attivisti sono inoltre abili comunicatori, capaci di trasmettere chiaramente e in maniera dettagliata in che modo le società possano ottimizzare le loro performance e incrementare il valore aziendale.

Infine, c'è una grande quantità di debito a basso costo disponibile attualmente sul mercato, che rende possibile ai fondi gestiti dagli attivisti prendere a prestito capitali per incrementare i loro investimenti nelle compagnie obiettivo, dando loro maggior influenza ad un costo relativamente più basso. Mentre ci sono

348 J.P. Morgan Corporate Finance Advisory and Merger & Acquisitions, January 2015

349 “The Activist Investing Annual Review 2015” Activist Insight and PwC analysis

350 Supra note 68

certamente approcci più complessi e sofisticati, l'uso aggressivo del debito per generare maggiori rendimenti per gli azionisti è la strategia che gli attivisti stanno utilizzando negli ultimi anni.

Uno dei driver globali più importanti è la quantità di cassa. Le società, specialmente quelle Americane, hanno raggiunto ad oggi livelli record di cassa, e mentre questo fenomeno indica un robusto stato di salute patrimoniale, pone anche domande circa i migliori impieghi di questa liquidità. Queste situazioni stimolano domande e discussioni sull'impiego delle risorse societarie, prendendo in considerazione le diverse aspettative degli azionisti, dell'azienda e della situazione economica nel suo complesso. In ultimo, le società hanno bisogno di un'efficace strategia di allocazione del capitale, strutturata coerentemente con la strategia generale e comunicata in modo trasparente. Un elemento chiave di questa strategia di allocazione del capitale è se, e come, questa liquidità è redistribuita agli azionisti.

Tra le attività della strategia di un'attivista, è prevista la redistribuzione di cassa agli azionisti tramite riacquisti di azioni proprie o emissioni di dividendi. Le società obiettivo degli attivisti hanno incrementato le spese sui riacquisti di azioni proprie e sui dividendi, con una media del 37% dei flussi di cassa operativi, nel primo anno in cui sono stati coinvolti, rispetto al 22% dell'anno precedente.³⁵¹ In mezzo a questa pressione per aumentare la performance di breve periodo, è importante per gli amministratori e gli azionisti riflettere circa i potenziali impatti che un riacquisto di azioni proprie o l'emissione di dividendi potrebbe avere sulla capacità della società di generare valore nel lungo periodo.

Le principali condizioni economiche e di mercato che, assieme ad un incremento delle operazioni di M&A, hanno incentivato e facilitato la recente crescita dell'attivismo sono:

- I livelli record di liquidità nei bilanci associati ad un basso costo del debito
- Le società e i consigli di amministrazione che, non più in situazioni finanziarie disestate, sono alla ricerca di crescita e creazione di valore
- La mancanza di *top-line growth*³⁵², che ha fatto concentrare gli investitori nello stimolo per creare valore tramite politiche di distribuzione, miglioramenti operativi e strategie aziendali
- Il recupero, dal 2009, dei mercati azionari e la contestuale crescita di operazioni di finanza straordinaria strategiche e di private equity, che hanno incoraggiato gli attivisti a fare pressioni sulle società per fondersi, acquistare, essere acquistate, disinvestire o scorporare attività
- Investitori e media meno tolleranti per quanto riguarda la condotta della *governance*, con un'enfasi sul controllo delle remunerazioni dei dirigenti.

³⁵¹ Vipal Monga, David Benoit and Theo Francis, "As Activism Rises, U.S. Firms Spend More on Buybacks Than Factories", *The Wall Street Journal*, May 26, 2015, <http://www.wsj.com/articles/companies-send-more-cash-back-to-shareholders-1432693805>.

³⁵² Crescita del fatturato

Per dare una risposta alla domanda “chi è un attivista?” bisogna prima capire che, come per ogni altra categoria di investitori, non esistono due attivisti uguali, e che molto spesso dipende da chi risponde a questa domanda.

Gli attivisti sono investitori, esattamente come ogni altro individuo o organizzazione che detiene partecipazioni in una società. Esistono due dimensioni che possono essere usate per profilare il tipo di investitore: la prima è il livello di diversificazione degli investimenti e la seconda è l’inerzia rispetto all’investimento.

Gli investitori attivi sono identificati come figura intermedia tra i fondi comuni di investimento, che investono in un’ampia varietà di compagnie ma che possono scegliere di identificarsi in una particolare industria, e i fondi di private equity che generalmente investono in un numero ristretto di società cercando di esercitare un maggior grado di controllo sui loro investimenti.

Investire attivamente significa poter perseguire diverse strade. L’insieme delle attività può quindi partire dal selezionare una singola azione, tramite il cosiddetto *stock picking*, similmente a come si comporta il gestore di un fondo comune di investimento, alla revisione o cambio del piano strategico, in analogia a quanto fatto dai fondi di private equity.

Lo *shareholder activism* racchiude un insieme di attività più o meno aggressive in base all’approccio e ai cambiamenti prospettati dalle attività dell’investitore.

L’estremo più aggressivo è composto dagli hedge fund alla ricerca di cambiamenti significativi nella strategia societaria.

Alcuni di questi attivisti³⁵³ sono stati coinvolti in questo genere di attività per decenni. Negli anni ’80 questa categoria di attivisti ricercava la disgregazione della società, motivo per cui vennero definiti *corporate raiders*. Questi attivisti generalmente impegnavano le proprie risorse per comprare partecipazioni rilevanti nella società e ingaggiare battaglie di deleghe per controllare il CdA. Nel 1990, nuovi fondi³⁵⁴ entrarono in questa nicchia di mercato. Questi fondi raccolsero risorse finanziarie da altri investitori e usarono rappresentazioni di minoranza³⁵⁵ nel CdA per influenzare la strategia societaria. Mentre la disgregazione di una società era ancora uno dei potenziali cambiamenti ricercati da questi attivisti, erano anche perseguiti incrementi operativi, un nuovo management e ristrutturazioni finanziarie. Durante la scorsa decade, il numero di hedge fund attivisti a livello mondiale è cresciuto esponenzialmente, con un capitale gestito che eccedeva già, nel 2014, i 100 miliardi di dollari³⁵⁶, e con 275 nuovi fondi rispetto al 2003.

353 *Carl Icahn e Nelson Peltz.*

354 *Ralph Whitworth’s Relational Investors, Robert Monks’ LENS Fund, Joh Paulson’s Paulson & Co., e Andrew Shapiro’s Lawndale Capital.*

355 *Piuttosto che una maggioranza, controllavano una o due posizioni nel consiglio di amministrazione*

356 *Preqin Special Report: Hedhe Fund Activist Report (giugno 2014), disponibile su http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Activist_Hedge_Funds_June_14-pdf).*

Gli obiettivi che gli hedge fund attivisti di oggi hanno, possono essere di diverso tipo, e si aggiungono a quelli storicamente perseguiti, come tutti quei cambiamenti che riguardano la strategia di allocazione del capitale³⁵⁷.

Le tattiche dei più recenti attivisti sono in continua evoluzione. Molti impiegano il loro tempo alla ricerca di un dialogo con la società, in uno sforzo volto alla negoziazione del consenso su specifici cambiamenti rivolti alla liberazione di valore, prima di intraprendere quelle attività pubbliche che, come abbiamo già anticipato, si sono rivelate estremamente dispendiose. Gli hedge fund possono inoltre spendere il loro tempo, prima dell'annuncio della campagna, per instaurare un dialogo con gli altri azionisti della società, al fine di valutare la loro predisposizione ad eventuali cambiamenti.

Prima di pensare a come strutturare un approccio di mitigazione del rischio, è importante capire che cosa attira gli attivisti, inclusi i processi che usano per identificare, dirigere e seguire potenziali opportunità.

La prima cosa da riconoscere è che non esiste un profilo standard della società target. La compagnia può essere di piccole, medio o grandi dimensioni. L'attenzione negli scorsi anni si è indirizzata alla quasi totalità di industrie.

Sono molte le discussioni che un attivista può condurre nel corso di una campagna, ma la maggior parte sono generate da una scarsa performance sul prezzo dell'azione. La tipica società soggetta a una campagna di attivismo pubblica, dal 2010, ha sottorappresentato il mercato di più del 10% nell'anno precedente all'annuncio della campagna.

In aggiunta a uno scarso prezzo azionario rispetto alle comparabili, gli attivisti cercano di identificare e sottolineare vulnerabilità nella struttura del capitale, nelle politiche di distribuzione, nella *governance*, nella struttura societaria, in precedenti M&A, nella capacità di innovare e nella trasparenza.

A differenza dello stereotipo dell'investitore che compra un'azione con la speranza di conseguire un profitto dall'apprezzamento del titolo, lo "*short seller*", o venditore allo scoperto, guadagna quando il prezzo di un'azione scende³⁵⁸.

Uno *short seller* apre una posizione "corta" prendendo a prestito azioni da un investitore cosiddetto "*lender*", e le vende immediatamente³⁵⁹. Il venditore allo scoperto chiude le sue posizioni "corte" quando ricompra le azioni (al fine della profittabilità il prezzo sarà inferiore rispetto a quello di vendita) e le restituisce

357 Restituzioni di grandi quantità di riserve di cassa agli investitori, attraverso il riacquisto di azioni proprie o dividendi e revisione della strategia societaria sulle acquisizioni.

358 Christopher C. Faille, Book Review. *Fed. Law.*, Novembre-Dicembre.2003. 57, 59

Rebecca Smith & John R. Emshwiller, *24 days: How Two Wall Street Journal Reporters Uncovered The Lies That Destroyed Faith in Corporate America*, 2003.

359 *Short Sales*, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, <http://www.sec.gov/answers/shortsale.htm>

all'investitore "lender"³⁶⁰. I media che si occupano dell'industria finanziaria seguono le posizioni corte perché i venditori allo scoperto fanno soldi ricercando opportunità, i cui obiettivi sono sempre rilevanti per la stampa³⁶¹.

Ai profitti multi-milionari a disposizione dei venditori allo scoperto, si contrappongono gli effetti devastanti sulla società obiettivo, in termini di reputazione, prezzo azionario e danni al controllo. Per tale motivo eventi di questo genere hanno portato alla richiesta di nuove forme di regolamentazione per gli *short seller*³⁶².

A difesa dei venditori allo scoperto, analisti e giornalisti schierati a loro favore sostengono che questi investitori abbiano apportato dei benefici al mercato³⁶³. Infatti ricercando società sulla base del sospetto di elementi di sopravvalutazione, capita che portino alla luce frodi aziendali³⁶⁴.

In realtà, gli *short seller* hanno scovato frodi di società che hanno recentemente sofferto di grandi scandali aziendali, come Enron, Lehman Brothers e MBIA inc., molto prima che lo scandalo fosse conosciuto.

I ribassisti individuarono numerose contraddizioni sui libri contabili della Enron all'inizio del 2000³⁶⁵ e, discutendone in conferenza con l'allora amministratore delegato, vennero accusati di manipolazione di mercato. La discussione non aveva l'intento di calunniare la società³⁶⁶, ma piuttosto nasceva dall'identificazione di problemi concreti sui libri contabili. Il crollo della Lehman Brothers è un altro esempio in cui i ribassisti hanno aiutato il mercato dirigendo attenzioni sulla vera situazione finanziaria della società³⁶⁷.

L'hedge fund manager David Einhorn, è diventato noto per aver valutato accuratamente la reale condizione finanziaria della Lehman Brothers molto prima della famigerata caduta.³⁶⁸ James Chanos, un eminente ribassista che ha contribuito a fare luce sul caso Enron, ha descritto a proposito del caso Lehman, ha descritto la strategia usata dalla banca per difendere il crollo azionario, come un tentativo di incolpare quegli *short seller* che investigavano sull'uso delle loro pratiche contabili.³⁶⁹

360 *Ibid*

361 *Supra* Nota 26, al n. 59.

362 Steven M. Davidoff, *Disclosure by Short-Sellers Would Improve Market Clarity*, *N.Y. Times Dealbook* (22 maggio 2012) <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/22/disclosure-by-short-sellers-would-improve-market-clarity/>.

363 Christopher A. Stanley, *The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted during the 2008 Financial Crisis*, 4 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 267, 268 (2009)

364 Davidoff, Ackman, Herbalife, and Celebrity Short-Seller.

365 Lettera da James Chanos, Chairman, Coal. Of Private Inv. Co., to Mary L. Shapiro, Chairman, U.S. Sec. & Exch Comm'n (23 giugno 2011) disponibile su <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>.

366 Lay Blames Enron Failure on Attack of Short-Seller, *N.Y. Times* (27 aprile 2006), <http://www.nytimes.com/2006/04/27/business/worldbusiness/27iht-enron.html>.

367 *Supra* nota 32 Davidoff, *Disclosure by Short-Seller Would Improve Market Clarity*

368 Davidoff, *Disclosure by Short-Sellers Would Improve Market Clarity*, *Supra* nota 30

369 Letter from James Chanois, *Supra* nota 33

All'interno di casi rilevanti come quelli appena citati e come nel caso dello *short* di Ackman³⁷⁰, i ribassisti hanno molto da perdere per posizioni che assumono. Nel 2002, il fondo di Ackman, scommise sul fallimento dell'obbligazione, valutata con una tripla A, emessa dalla società finanziaria MBIA. Ackman descrisse la MBIA come "una istituzione finanziaria con inadeguate riserve, imprecisati problemi di qualità del credito, dalle pratiche contabili aggressive e con una notevole quantità di debiti derivanti da società veicolo (*special purpose vehicle*)³⁷¹ non consolidate."³⁷² La MBIA aveva una struttura basata su un uso aggressivo della leva finanziaria, "\$140 di debito per ogni \$1 di capitale a garantirlo", che si traduce per la società nella impossibilità a sostenere alcun tipo di errore o perdita.³⁷³ La posizione corta di Ackman, contro il gigante finanziario, gli si è ritorta contro tanto da costringerlo, l'8 gennaio 2003, a chiudere i suoi principali fondi. È a questo riguardo che il *Wall Street Journal* ha pubblicato la "caduta in disgrazia" dei fondi Ackman.³⁷⁴ A peggiorare la situazione, la campagna pubblica di Ackman attirò l'attenzione dell'allora procuratore generale di New York Eliot Spitzer, che incominciò a investigare sull'inconsistenza delle accuse mosse da Gotham Partners, i fondi di Ackman.³⁷⁵ Solamente nel marzo del 2005 Ackman cominciò a guadagnare dopo il grande rischio che aveva assunto.³⁷⁶ Durante quel mese, la MBIA assestò il suo bilancio consolidato per considerare quelle transazioni che Ackman dichiarò come problematiche nel 2002³⁷⁷.

Come dimostrato nei tre casi esposti, gli *short seller* rischiano una ritorsione da parte della società contro le quali intraprendono una posizione, investigazioni dal Dipartimento della Giustizia e l'insolvenza sulle loro posizioni corte. Tuttavia, questi casi dimostrano anche come i ribassisti abbiano scoperto seri casi di frode, contribuendo in tal modo a fare sì che il mercato rivalutasse i prezzi azionari in considerazione dei veri valori delle società in questione. Se le autorità di vigilanza dovessero imporre obblighi di *disclosure* ai ribassisti, questi

370 Christine S. Richard, *Confidence Game: How Hedge Fund Manager Bill Ackman Called Wall Street's Bluff* (2010).

371 Anche detta "Società veicolo". È la società specializzata che in un operazione di securitization si rende cessionaria di gruppi di crediti omogenei che deve destinare in via esclusiva ai titoli che essa stessa (o un altro soggetto) emette per finanziarie l'operazione negoziandoli sul mercato. I titoli sono coperti dalle stesse attività che vengono cedute (*asset backed securities*).

372 *Supra* nota 38

373 *Ibid*

374 Henny & Gregory Zuckerman, *New York Examines Research by Gotham Partners on MBIA*, *Wall St. J.* (10 gennaio 2003), <http://online.wsj.com/article/SB1042170892871569424.html>.

375 Sender & Zuckerman, *supra* nota 42

376 Alistair Barr, *Ackman's Bets Against MBIA, Ambac Paid Off in October*, *MarketWatch* (28 novembre 2007), http://articles.marketwatch.com/2007-11-28/news/30753929_1_bond-insurers-mbia-and-ambac-financial.

377 Bethany McLean, *The mystery of the \$890 Billion Insurer*, *CNN Money* (16 maggio 2005), http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2005/05/16/8260164/index.htm.

investitori incontrerebbero ostacoli ancor più grandi nel convincere gli analisti, diffidenti, in quanto i loro profitti potrebbero essere più eclatanti delle verità su cui basano le loro ragioni.³⁷⁸

Non c'è miglior difesa contro l'attivismo di un'alta performance sul prezzo di mercato. Uno dei principali criteri che gli attivisti valutano quando selezionano le società obiettivo è una continua sottorappresentazione del rendimento delle società comparabili o del mercato nel suo insieme. Una scarsa performance indebolisce il management in carica e conferisce alle proposte degli attivisti un più facile approccio al pubblico.

Una robusta performance, tuttavia, non rende immune una società dall'essere oggetto di una campagna attivista. Infatti anche le società con rendimento superiore al mercato sono state prese di mira: la figura 1 mostra che circa un terzo delle società target presentavano l'anno antecedente al coinvolgimento attivista, un rendimento superiore al mercato di riferimento.

Un attivista può lanciare una campagna con l'intenzione di cooperare, evidenziando come il management abbia fatto un ottimo lavoro nel creare valore per gli azionisti, ma anche come questo possa essere reindirizzato. In questo tipo di campagne, il management potrebbe essere incoraggiato ad assumere un comportamento più aggressivo sulla distribuzione del capitale, cambiando la strategia societaria o monetizzando gli asset.

A seguito di queste considerazioni, in questa tesi riteniamo di confermare che, qualora un attivista cerchi di ottenere il controllo di una società senza pagarne il *control premium*^{379 380}, il consiglio di amministrazione è giustificato a rispondere di conseguenza e ad assumere un atteggiamento difensivo, soprattutto nel caso in cui l'attivista sia alla ricerca di una rendita piuttosto che di un miglioramento nella *corporate governance*.

La letteratura accademica in genere associa il premio di controllo alla presenza di benefici privati a favore degli azionisti coinvolti nella gestione. Tali benefici sono direttamente traducibili in flussi monetari o riguardano gli "attributi generali" del controllo, vale a dire il potere di decidere gli indirizzi strategici, il potere di realizzare operazioni sul capitale, di chiedere la quotazione in borsa o di cedere l'intero capitale, o una quota di maggioranza, sul mercato del controllo.

Il fenomeno dello *shareholder activism* permette agli investitori di essere coinvolti attivamente nella gestione e, conseguentemente, di riuscire ad appropriarsi di una parte dei benefici privati del controllo. Le strategie adottate dagli attivisti consentono così di trasformare il loro pacchetto azionario di minoranza in una partecipazione non totalitaria, ma rilevante per la *governance* di un'impresa.

378 Lay Blames Enron Failure on Attack of Short-Seller, Davidoff, Ackman, Herbalife, and Celebrity Short-Seller, *supra nota* 34

379 I *control premium* o *take over premium*, sono calcolati come gli spread tra i prezzi di Borsa delle azioni di imprese interessate da operazioni di *take over* nel periodo precedente l'annuncio delle operazioni stesse e prezzi offerti dai gruppi entranti.

380 Micheal J. De la Merced & Alexandra Stevenson, *Sotheby's Poison Pill Is Upheld by Delaware Court*, *N.Y. Times* (2 maggio 2014, 10:47) <http://dealbook.nytimes.com/2014/05/02/sothebys-poison-pill-is-upheld-by-court/>.

La sfida affrontata sarà quella di definire, nel caso di riacquisto della partecipazione degli attivisti, se applicare un premio, uno sconto o se riconoscere il valore *stand alone*.

Il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio (*voting premium*) è un indicatore del valore del diritto di voto e quindi del diritto di controllo. Il valore del controllo deriva soprattutto dai relativi benefici privati, la cui appropriazione da parte del gruppo di comando può essere circoscritta da una legislazione sul governo societario attenta alla tutela degli azionisti di minoranza. È per i motivi appena descritti che il *voting premium* è divenuto un indicatore sulla “qualità” delle regole di funzionamento delle società e sui conflitti di interessi fra azionisti di minoranza. Dunque, riteniamo valido confrontare il *voting premium* al premio relativo alla partecipazione di uno *shareholder activist*, tale da consentirgli di influenzare la gestione societaria.

Qualora, al netto delle considerazioni proposte, il consiglio di amministrazione dovesse ritenere opportuno riallocare le partecipazioni degli attivisti a soggetti non contrari al piano, dovrà valutare se la transazione è conveniente o meno, per gli altri azionisti.

Supponiamo che la società target degli attivisti abbia un piano strategico a 5 anni, per portare le azioni ad un prezzo di €15.

Teoricamente, se un azionista non è d'accordo con il piano strategico della società, questa dovrebbe essere pronta a liquidare l'azionista per qualsiasi prezzo inferiore a €15.

Pagando l'azionista €12, la società gli riconoscerebbe un premio del 20%, sostenendo che gli altri azionisti possano “prenderli” €3 di differenza e spartirseli tra di loro.

In realtà i €3 sono da scontare al costo del capitale, lo stesso usato per scontare il piano strategico. Considerando che, mentre i €2 pagati all'azionista sono certi, i €3 previsti dal piano devono essere scontati a un certo premio per il rischio implicito, che rifletta anche il tempo necessario per la realizzazione del piano medesimo.

La società avrà quindi due possibilità: (1)Ricomprare le azioni attraverso un buyback oppure (2)Incaricare una banca per venderle a terzi.

Nel secondo caso, la banca riallocherà le azioni a un prezzo intermedio tra quello attuale e quello futuro. Il vantaggio dell'operazione si realizza se le azioni vengono vendute ad un premio il cui valore attuale è inferiore a €5. Nel caso venga strutturata un'opzione put, il prezzo di questa sarà data dal differenziale tra il prezzo attuale e il prezzo target attualizzato ad oggi, ad un certo costo del capitale.

Quando è conveniente per la società riallocare a soggetti non contrari al piano di sviluppo?

- ✓ Quando queste azioni vengono vendute ad un prezzo che è inferiore al valore attuale dell'incremento delle azioni previsto dal piano.

La differenza (Δ) tra il prezzo previsto dal piano (B) e il prezzo di mercato dell'azione (A), attualizzata a oggi, varrà: $\Delta * (1 + Ke)^{-n}$

$$\text{Nel nostro esempio avremo: } \text{VA}\Delta = \text{€}15 - \text{€}10 * (1 + 8,4469\%^{381})^{\wedge-5} = \text{€}3,33$$

Il VAΔ sarà il premio massimo che la società sarà disposta a pagare all'azionista che recede, in altre parole PI (punto d'indifferenza) è il limite massimo sopra il quale la transazione sottrarrebbe valore agli azionisti a vantaggio dell'azionista che recede. Per converso, qualora dovesse essere riconosciuto un premio inferiore a VAΔ, la società potrebbe redistribuire la ricchezza creata agli azionisti rimanenti.

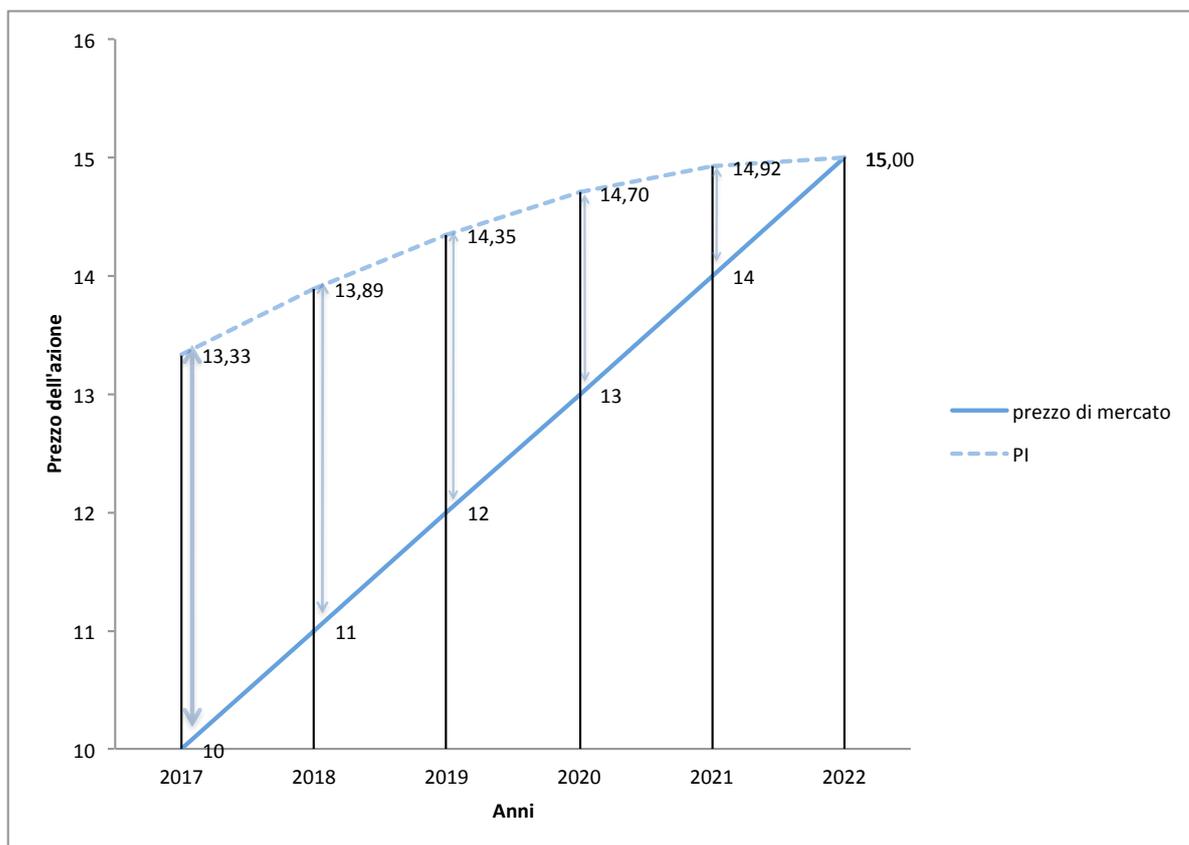


Figura 15

L'interrogativo posto è come differenziare una forma di attivismo aperto e volto a creare valore, da una strategia volta a coinvolgere gli azionisti di controllo per ottenere i benefici privati del controllo.

Fino ad oggi la letteratura, almeno parzialmente, ha ritenuto l'attivismo degli investitori istituzionali, una replica dei "blocchi" azionari presenti nei sistemi di *governance* della Germania e del Giappone, a colmare quel vuoto nelle attività di monitoraggio manageriali che, negli anni 80 hanno innescato il fenomeno dei *takeover* ostili negli Stati Uniti.

381 Il *Ke* o *cost of equity*, assunto in questo esempio come unico fattore di sconto del piano, è il costo del capitale azionario, e generalmente viene calcolato mediante l'impiego del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, in forza del quale:

$$\text{Costo del capitale azionario} = \text{Tasso risk-free} + (\text{Beta} * \text{Premio per il rischio di mercato})$$

Secondo questo punto di vista, un coinvolgimento più attivo nella corporate *governance* da parte di investitori istituzionali può diventare, a prescindere dal paese in cui si manifesta, un valido sostituto della disciplina imposta ai manager dalla minaccia di una scalata ostile o di una battaglia di deleghe.

Da quando gli investitori istituzionali hanno incrementato il loro impegno nelle attività di corporate *governance*, introducendo proposte di deleghe e negoziando con il management, con l'obiettivo di incrementare l'efficacia del governo societario, gli economisti hanno cercato di misurare effetti dello *shareholder activism* sulle performance delle società *target*.

In assenza di una chiara relazione tra l'attivismo e la performance di lungo periodo, è importante riconoscere che i fattori che condizionano il funzionamento dello *shareholder activism* sulla *corporate governance*, sono per la maggior parte quei fattori che gravano o diminuiscono i costi di transazione. A seguito di questa considerazione, è necessario capire quando gli investitori istituzionali che si impegnano nell'attivismo sono motivati da ragioni strumentali piuttosto che di incremento del valore o delle performance finanziarie.

Alla luce di diversi studi, che evidenziano una difficoltà da parte degli attivisti nel migliorare le performance della società, è utile interrogarsi se gli investitori istituzionali debbano riesaminare le proposte, al fine di gestire più efficacemente le proprie risorse.

In questa tesi è proposto un approccio al problema che si compone di due attività.

È proposto un primo meccanismo interno, per mezzo del quale i consigli dei fondi si impegnano a revisionare periodicamente i loro programmi attivisti al fine di identificare quali, tra gli obiettivi di *governance*, siano i più proficui.

Secondariamente, a fronte degli elevati costi delle *shareholder proposal* e, in aggiunta al meccanismo di controllo interno, è proposto un metodo di rivalutazione interna, per eliminare o ridurre i finanziamenti delle *proxy proposal* che non hanno raggiunto un sostanziale supporto di voti.

Infine, si riportano e analizzano i risultati di diversi studi che esaminano le conseguenze dello *shareholder activism* sulle società *target*, per trarne due principali conclusioni. La prima è che l'attivismo che adotta alcune delle caratteristiche delle scalate societarie, specialmente con quote azionarie importanti, è associata ad un miglioramento del valore azionario e dell'efficienza operativa. L'attivismo che non è associato alla formazione di raggruppamenti azionari rilevanti è associato ad una insignificativa o limitata variazione di valore. La seconda è che lo *shareholder activism* è diventato nel tempo più efficace nell'incrementare il valore. Se le ricerche basate sullo *shareholder activism* degli anni '80 e '90 non hanno evidenziato effetti significativi, l'attivismo negli ultimi anni è più frequentemente associato con l'incremento del valore azionario e delle performance operative.

Questi risultati sono coerenti con i ragionamenti di Alchian e Demsetz (1972)³⁸², secondo i quali i problemi di agenzia del management sono in parte controllati dalle dinamiche di cambiamento nella proprietà, e

³⁸² Armen A. Alchian and Harold Demsetz: *Production, Information Costs, and Economic Organization. The American Economic Review, Vol 65, No. 5 (dicembre 1972) pagine 777-795*

con l'osservazione di Alchian (1950)³⁸³ secondo la quale le pratiche aziendali, nel tempo, si adattano per replicare le strategie di successo.

Nonostante la grande quantità di studi sullo *shareholder activism*, molti punti rimangono irrisolti. Concludiamo con una lista di cinque domande per possibili ricerche future.

6. Perché lo *shareholder activism* invece di altri tipi di interventi?

Se come descrivono Alchian e Demsetz (1972) esistono diversi meccanismi di *governance* per limitare i problemi di agenzia, tra cui la formazione di blocchi azionari e il mercato del controllo, perché e quando un attivista interviene?

Presumibilmente perché lo *shareholder activism* genera dei sostanziali benefici netti, in alcune situazioni³⁸⁴. Noerli et al. (2015) sostengono che sia la liquidità delle azioni a facilitare l'attivismo, e Kahn e Winton (1998) sostengono che l'attivismo non si manifesterà se gli attivisti ritengono che le azioni della società siano sopravvalutate. L'attivismo è meno costoso di un tentativo di scalata, possiamo quindi supporre che l'attivismo possa essere utile per cambiamenti o miglioramenti operativi relativamente più limitati. Possiamo inoltre supporre che gli investitori istituzionali si impegneranno come attivisti invece che vendere le proprie azioni quando le azioni di una determinata società sono rilevanti al fine di replicare un indice di mercato. Inoltre, come già esposto nel quarto capitolo, le recenti regolamentazioni hanno facilitato la comunicazione tra gli azionisti durante le battaglie di deleghe, e possono aiutare ad identificare le cause dello *shareholder activism*.

7. Le tattiche degli attivisti sono diventate più efficaci nel tempo?

I risultati di Renneboog e Szilagyi (2011) e Cunat et al. (2012) suggeriscono che i recenti campioni di *shareholder proposal* siano associati ad un incremento di valore, a differenza della maggior parte delle ricerche passate. Queste evidenze potrebbero indurre a ritenere che ci sia stato un miglioramento nelle pratiche di targeting, come sostenuto da Buchanan et al. (2012) oppure, come sostenuto da Renneboog e Szilagyi (2011), i risultati potrebbero scaturire da campioni che hanno esaminato l'attività degli hedge fund attivisti, e quindi se ne dovrebbe interpretare un miglioramento delle strategie di questi fondi attivisti. Quest'ultima intuizione porterebbe a chiedersi se l'attivismo degli hedge fund sia diventato più efficace nel tempo e, se sì, perché. Se Brav et al. (2008) hanno riscontrato una diminuzione della redditività degli hedge fund dal 2001 al 2006, Krishnan et al. (2016) sostengono che gli hedge fund attivisti hanno generato più effetti sulle target dal 2008 al 2014. Dal punto di vista teorico, il successo degli hedge fund attivisti dovrebbe aver attratto maggiori capitali da investire, diminuendo il guadagno marginale dell'attivismo, ma si potrebbe anche

³⁸³ Armen A. Alchian: *Uncertainty, Evolution, and Economic Theory*. *The Journal of Political Economy*, Vol. 58, No. 3 (giugno 1950) pagine 211-221

³⁸⁴ Gantchev (2013) ha costruito un modello per formalizzare lo *shareholder activism*, con il quale si riesce a definire il trade-off dato da costi e benefici dell'intervento attivista di un hedge fund. L'autore rileva che il costo medio di una campagna attivista è di \$10.71 milioni e che, mentre il ritorno medio degli attivisti si avvicina allo zero, quelli nel primo quartile hanno un ritorno medio del 22,4% da ogni campagna.

ritenere che le società potenzialmente oggetto di *shareholder activism* abbiano adottato pratiche di management per limitare i guadagni degli attivisti e la loro esposizione alla minaccia attivista.

8. Le esternalità sono, per le società, complessivamente positive?

La considerazione più diffusa è che lo *shareholder activism*, soprattutto quello degli hedge fund, contenga un lato oscuro, dal momento che incoraggia risultati di breve periodo o arricchisce l'attivista a spese degli altri azionisti³⁸⁵. Cremers et al. (2015) sostengono che gli hedge fund attivisti interferiscano con la capacità di una società di soddisfare le necessità degli stakeholders e potrebbe contribuire ad un deterioramento del valore societario nel lungo periodo. Mentre le ripercussioni sulle target in questo senso non sono state misurate, Hansen e Lott (1996) hanno notato che alcune azioni che hanno incrementato il valore di una società target potrebbero aver imposto dei costi esterni ad altre società.

9. Le acquisizioni e l'attivismo sono sostituti o complementi?

Il moderno *shareholder activism*, che risale agli anni 80, è divenuto popolare a seguito della proliferazione delle misure difensive *anti-takeover* che hanno incrementato il costo del trasferimento del controllo attraverso una scalata societaria. La storia suggerisce che lo *shareholder activism* e le acquisizioni sono (imperfetti) meccanismi di disciplina del management e cambiano le politiche societarie. Una visione alternativa ma non per forza esclusiva è che lo *shareholder activism* faciliti il mercato delle acquisizioni. Cunat et al. (2015) hanno riscontrato che un voto degli azionisti in favore della rescissione delle previsioni *anti-takeover* ha incrementato la possibilità che una società venisse acquistata e il suo relativo *takeover premium*. In accordo, Boyson et al. (2016) hanno riscontrato che le società interessate dall'attivismo è più probabile che ricevano offerte di acquisto rispetto alle altre società in cui gli attivisti detengono delle posizioni passive. Corum and Levit (2015) sostengono che tali risultati riflettono il ruolo degli hedge fund attivisti come capaci di agevolare il mercato dei *takeover*.

10. Come le situazione esterne possono influenzare lo *shareholder activism*?

I ricercatori hanno esaminato un ampio spettro di risultati dallo *shareholder activism*. Nonostante ciò, si sta maggiormente considerando il contesto nel quale si sviluppa una campagna attivista tanto quanto motivazioni e tattiche. Per esempio Brav et al. (2016) esaminano le condizioni che facilitano il coordinamento di più hedge fund che si concentrano sulla stessa società. Becht et al. (2015) e Gonzalez e Calluzzo (2016) mostrano che le campagne attiviste che coinvolgono il cosiddetto "*wolf pack*" generano un maggior incremento di valore e nelle *operation* rispetto alla stessa campagna iniziata da un singolo attivista.

Infine, per rispondere alla domanda retorica di Alchian e Demsetz (1972) "chi controllerà i controllori?", oltre alla trasferibilità delle azioni, al controllo del mercato, al controllo del CdA, ai contratti di remunerazione e il mercato del controllo societario, Alchian e Demsetz (1972) concludono che il monitoraggio e il controllo sui problema di agenzia del management possono essere agevolati dall'intervento diretto degli azionisti. Gli ultimi

385 Si veda: <http://www.nytimes.com/2016/03/13/business/stock-buyback-plans-seen-as-shareholder-boon-can-backfire.html>.

trenta anni di *shareholder activism* hanno assistito a numerose innovazioni capaci di migliorare il monitoraggio e abbassare i costi di agenzia. Prevediamo che nei prossimi anni verranno portate avanti innovazioni sia dagli attivisti che dai manager delle società target, ed emergeranno nuove evidenze dalle ricerche accademiche su motivazioni e le conseguenze di tali attività.

L'attuale personificazione dell'*activist investing* rappresenta oggi una forza rilevante all'interno della *corporate governance*, con una incrementale traiettoria di crescita.

La reputazione degli attivisti è stata trasformata dalla denigrata figura dei *corporate raider* degli anni ottanta alla più acclamata nuova generazione di difensori degli azionisti.

Anche i critici degli attivisti riconoscono che la nuova generazione ha prodotto effetti benefici per gli azionisti, sebbene rimangano scettici sulla sostenibilità degli effetti prodotti e, quanto questi possano essere benefici nel lungo periodo. Allo stesso modo, i critici si preoccupano della distrazione che gli attivisti apportano alle società ben gestite, ai loro dipendenti, ai clienti, alle industrie e alla comunità.

Lo *shareholder activism* ha avuto una notevole ripresa a partire dal 2008, raggiungendo oggi i livelli storici osservati prima della crisi finanziaria.

Non è solo il caso degli Stati Uniti, fulcro storico dello *shareholder activism*, dove questo fenomeno è consolidato e ben accetto. L'attivismo sta crescendo anche in altri mercati e principalmente in Europa. L'aumentata dimensione dei fondi attivisti e il percorso di successo ha creato un circolo virtuoso che ha consentito loro investimenti in società sempre più grandi.

Occorre pertanto che le società considerino adeguatamente questo fenomeno e adottino efficaci strumenti di prevenzione e di gestione dell'attivismo, al fine di proteggere e creare valore.