

*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Finanza Aziendale*

***Hedge Fund Activism ed effetti sulle imprese target***

RELATORE:

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO:

Marco Rossini

Matricola: 206001

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

## **INDICE:**

<i>Introduzione</i> .....	4
<b>1. CAPITOLO 1: OVERVIEW DEGLI HEDGE FUNDS</b>	
1.1. Introduzione.....	8
1.2. La regolamentazione di settore.....	9
1.2.1. Normativa italiana.....	9
1.2.2. Normativa comunitaria.....	10
1.3. Strutture d’investimento.....	11
1.4. Attori coinvolti e service providers.....	13
1.5. Absolute return e distorsioni dei benchmark.....	14
1.6. Remunerazione dell’attività di gestione.....	16
1.7. Strategie d’investimento.....	17
1.7.1. Strategie direzionali.....	17
1.7.1.1. Long/Short Equity.....	17
1.7.1.2. Global/Macro Fund.....	18
1.7.1.3. Short Selling.....	18
1.7.1.4. Specialized.....	18
1.7.1.5. Managed Futures e CTAs (Commodity Trading Advisors).....	19
1.7.2. Strategie non direzionali.....	19
1.7.2.1. Equity Market Neutral.....	19
1.7.2.2. Event Driven/Specialized Events Arbitrage.....	19
1.7.2.3. Relative Value-Arbitrage.....	19
1.7.3. Posizionamento delle strategie in base al profilo di rischio/rendimento.....	20
1.8. Andamento del settore nel corso degli anni.....	21
1.9. Conclusioni.....	21
<b>2. CAPITOLO 2: HEDGE FUND ACTIVISM E SOCIETA’ TARGET</b>	
2.1. Introduzione.....	23
2.2. Forme di attivismo degli shareholder.....	24
2.2.1. Shareholder proposals .....	25
2.2.2. Negotiations.....	27

2.2.3. Hedge Fund activism.....	28
2.2.4. Proxy fights.....	31
2.2.5. Takeover.....	33
2.3. Caratteristiche delle società target.....	35
2.4. Effetti sul valore delle società target a seconda delle strategie.....	37
2.5. Struttura organizzativa di un fondo hedge che adotta una gestione attiva.....	39
2.6. Conclusioni.....	40

### **3. CAPITOLO 3: HEDGE FUND ACTIVISM E VALORE DELLE IMPRESE OBIETTIVO**

3.1. Introduzione.....	42
3.2. Distinzione tra investitori attivi e passivi.....	43
3.2.1. Valore della soglia rilevante.....	44
3.2.2. Fondi attivi e Schedule 13D.....	45
3.2.3. Fondi passivi e Schedule 13G.....	47
3.3. Analisi degli effetti dell'attivismo degli Hedge Fund sulle società target.....	49
3.3.1. Metodologia di analisi e campione scelto.....	50
3.3.2. Distribuzione dei blockholder nei settori FF30.....	52
3.3.3. Performance operative.....	53
3.3.4. Effetti di lungo periodo.....	55
3.4. Conclusioni.....	60

<i>Conclusioni</i> .....	62
--------------------------	----

<i>Bibliografia e sitografia</i> .....	66
--	----

## ***Introduzione***

Nell'ambito delle grandi società quotate, è sempre stata molto diffusa la convinzione che la separazione della proprietà dal controllo societario crei notevoli conflitti di agenzia tra manager e azionisti. Questi ultimi sono spesso detentori di partecipazioni di minoranza irrilevanti; di conseguenza risulta loro difficile dissentire riguardo alcune scelte gestionali dell'azienda di cui sono soci. Gli azionisti in questione vengono definiti “*outsiders*” e rappresentano la gran massa di investitori presenti nell'azionariato delle società quotate. Essi non posseggono sufficienti motivazioni e risorse necessarie per partecipare attivamente alla conduzione della società in cui investono. Da ciò nasce il paradosso tipico delle *public companies* americane. Da un lato, la possibilità della quotazione in borsa permette la mobilitazione dei capitali di un vasto pubblico di investitori; dall'altro, la presenza stessa di dualismo tra azionariato diffuso e management genera problemi di non partecipazione alla vita societaria da parte degli azionisti outsiders.

Le linee di pensiero si dividono perciò in due categorie. La prima sostiene che il problema non sia risolvibile, nel senso che le decisioni sono necessariamente prese dai vertici aziendali e dagli azionisti di maggioranza, in linea con i propri principi e interessi. L'unica possibilità, in questo caso, potrebbe essere rappresentata da un takeover ostile, finalizzato all'acquisizione del controllo societario. La seconda è invece meno radicale e si basa sul pensiero dell'esistenza di diverse categorie di investitori all'interno degli outsiders, alcune delle quali potrebbero assumere partecipazioni rilevanti sufficienti a reindirizzare le scelte del management.

Questo lavoro di tesi si concentra su quest'ultimo filone. Le categorie di azionisti citate nel secondo caso sono formate da particolari gruppi di outsiders composti dai cosiddetti investitori attivi, i quali non si conformano ai tradizionali soci di minoranza dediti alle semplici scelte di investimento e disinvestimento. A differenza degli investitori passivi, i quali sono tenuti a certificare che le proprie posizioni non siano state acquisite al fine di influenzare la gestione della società (e analogamente gli attivisti devono certificare il proprio scopo di investimento), gli investitori attivi pongono in essere una serie di campagne *high-cost* e *low-cost* per sostituire i manager al controllo dell'azienda o per reindirizzare il management attuale verso scelte che riducano il problema di agenzia. Il fenomeno prende il nome di *Shareholder Activism* e viene definito da Chee (2004) come “*esercizio e applicazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza al fine di incrementare nel*

*lungo periodo il valore per gli azionisti*". Appare evidente che le azioni degli outsiders possano essere intraprese attraverso l'utilizzo dei diritti collegati alla partecipazione azionaria. Difatti, maggiore sarà la quota posseduta, maggiore sarà l'influenza sulla società e maggiori saranno gli interessi nel controllo sul management. La buona corporate governance viene quindi utilizzata come strumento per creare valore e non come scopo delle operazioni di attivismo. Questo aspetto pone in essere diverse problematiche che hanno rappresentato la *research question* dell'elaborato: si è cercato di capire se le campagne di attivismo creino o distruggano valore nelle imprese obiettivo.

Nel cercare di dare una risposta a questo interrogativo, sono stati individuati i player più operativi nell'ambito dell'attivismo. Gli hedge fund sono risultati essere tra le categorie di investitori istituzionali che maggiormente utilizzano questa tecnica d'investimento, e ciò non è sorprendente se si considera il sistema di incentivi e remunerazione che li caratterizza. La nascita degli hedge fund si fa solitamente risalire a un fondo istituito nel 1949 da Alfred W. Jones, il quale impiegava la vendita allo scoperto di alcuni titoli per coprire (*hedge*) altri asset acquistati. In Italia, questi fondi sono stati introdotti sul finire del secolo scorso in seguito al Decreto Ministeriale del 24 maggio 1999 n. 228 e vengono normati sotto il nome di "fondi speculativi", ad evidenziare la natura rischiosa degli stili gestionali implementati da costoro. Il termine hedge fund non ha perciò una definizione univoca ma Stowell (2010) cerca di sintetizzare le caratteristiche peculiari ritenute comuni a questi enti: 1) pressoché completa flessibilità in relazione agli investimenti e all'assunzione di posizioni lunghe e corte; 2) possibilità di usare l'indebitamento (e aumentare ulteriormente la leva finanziaria attraverso i derivati) con minori vincoli rispetto ad altri soggetti; 3) regolamentazione legale poco restrittiva; 4) un certo grado di illiquidità grazie alla possibilità di far sottoscrivere ai propri investitori dei lock-up agreement, finalizzati a impedire loro l'uscita dall'investimento nei primi anni; 5) i loro investitori sono solamente high-net-worth individual, ossia soggetti particolarmente facoltosi e istituzioni finanziarie (in Italia la quota di sottoscrizione iniziale è fissata per legge ad almeno 500.000 euro); 6) commissioni di incentivo volte a premiare le abilità dei gestori del fondo. Pertanto, come notato anche da Clifford (2008), gli hedge fund possiedono una sintesi di incentivi, struttura organizzativa e minori restrizioni legali che li rende particolarmente adatti all'attivismo, in misura maggiore rispetto a mutual funds o fondi pensione. Brav et al. (2009) definiscono l'attivismo degli hedge fund come "*un nuovo meccanismo di corporate governance che apporta cambiamenti operazionali e finanziari a una società*": potrebbe quindi essere inteso come una semplice variante di shareholder activism. Ma nella pratica, grazie alla maggiore libertà operativa di

cui godono, gli hedge fund riescono a influenzare in modo più profondo l'andamento degli enti di cui sono azionisti.

La tesi è articolata in 3 capitoli. Nel primo viene fornita un'introduzione generale ai fondi hedge, sintetizzandone il funzionamento ed esponendo il modus operandi dei gestori. Nella sezione 1.2 viene introdotta la regolamentazione di settore, distinguendo la normativa italiana da quella comunitaria. Nella sezione 1.3, utilizzando la classificazione delineata da Lhabitant (2006), vengono presentate le principali strutture d'investimento attraverso le quali i fondi speculativi operano. Nella sezione 1.4 sono individuati i principali attori e service providers che rientrano nella struttura modulare dei fondi hedge. Nella sezione 1.5 viene introdotta una delle caratteristiche fondamentali degli hedge fund, l'absolute return, ossia rendimenti assoluti positivi che teoricamente non dipendono dalle performance dei mercati in generale. Nella stessa sezione viene poi esposto il concetto di benchmark e le distorsioni relative agli indici. Nella sezione 1.6 vengono esposti i principali costi a carico degli investitori di un fondo speculativo e vengono menzionate alcune clausole tipicamente inserite dai gestori. Queste clausole sono determinanti nello stabilire la remunerazione dell'attività di gestione, la quale viene decretata sulla base di management fee e performance fee. La sezione 1.7 elenca gli stili di d'investimento adottati dai gestori dei fondi hedge, distinguendo tra strategie direzionali e non direzionali; in ultima analisi si classificano le strategie sulla base del profilo di rischio e rendimento. Infine, l'ultima sezione del capitolo sintetizza l'andamento complessivo del settore degli hedge fund negli ultimi anni per numero di fondi e volume di Asset Under Management gestito.

Nel secondo capitolo viene introdotto il fenomeno dello shareholder activism e successivamente ci si concentra sull'attivismo messo in atto dagli hedge fund. La sezione 2.2 è interamente dedicata a delineare le principali differenze tra campagne attiviste low-cost e high-cost; le sottosezioni che seguono espongono in maniera più dettagliata i vari interventi possibili e vengono menzionati gli altri attori protagonisti nell'ambito dell'attivismo. La sezione 2.3 raccoglie le principali caratteristiche che storicamente sono risultate essere tra le più apprezzate nel valutare un'impresa target e la sezione successiva riporta gli effetti sul valore delle imprese obiettivo a seconda della strategia adottata. In ultima analisi, vengono delineati gli attributi peculiari di un hedge fund che adotta una gestione attiva del proprio portafoglio.

Nel terzo capitolo si cerca di capire se l'attivismo degli hedge fund possa essere strumentale a una creazione di valore nelle imprese obiettivo o se invece risulti dannoso, al netto della diffusa convinzione che gli hedge fund abbiano un orizzonte di investimento di breve

termine. Dopo aver delineato il valore della soglia di disclosure azionaria, oltre la quale un soggetto è considerato detentore di partecipazioni rilevanti, vengono espone le caratteristiche che distinguono i documenti che sono tenuti a sottoscrivere gli investitori attivi e passivi. Nel primo caso, gli investitori devono inviare alla Securities and Exchange Commission un documento denominato 13D, in cui devono essere esplicitate le proprie intenzioni di influenzare attivamente la gestione della società; nel secondo caso, gli investitori sono tenuti a inviare alla SEC un documento meno costoso denominato 13G in cui, analogamente al 13D, devono essere esplicitate le proprie intenzioni passive. Nella sezione 3.3 vengono analizzati gli effetti dell'attivismo su un campione di 81 società ad opera dei top 10 fondi hedge attivisti per valore del portafoglio gestito. Partendo dai documenti 13D e 13G depositati presso la SEC nel 2015, saranno analizzate le caratteristiche operative delle società target con destinazione dell'investimento da parte dei fondi sia a scopi attivi che passivi. Saranno confrontate le variabili operative dell'anno antecedente al targeting con le stesse variabili sia alla fine dell'anno in cui sono avvenuti gli eventi sia a distanza di 1 e 2 anni; successivamente, si cercherà di capire se ci sono stati dei settori particolarmente preferiti dagli attivisti. Grazie a questo lavoro è stato possibile confrontare e isolare gli effetti dell'attivismo sulle società target e sono state analizzate le loro caratteristiche. I risultati e le implicazioni dell'analisi empirica saranno esposti nelle sottosezioni del paragrafo 3.3.

# CAPITOLO 1:

## OVERVIEW DEGLI HEDGE FUNDS

### 1.1 Introduzione

Lo scenario socioeconomico degli ultimi decenni, caratterizzato da crisi finanziarie che hanno stravolto l'intero panorama degli investimenti tradizionali, ha fatto crescere l'attenzione sulle asset class di investimento alternativo. In particolare, gli hedge funds hanno rappresentato il settore a più veloce crescita nell'industria dell'asset management, sia in termini di numero di fondi che di capitale gestito<sup>1</sup>.

Partendo dall'etimologia del termine *hedge*, si evince che una delle caratteristiche principali di questi organismi di investimento sia la copertura del patrimonio gestito, attraverso l'assunzione di posizioni sia lunghe che corte in strumenti finanziari di varia natura. Il primo fondo hedge è stato creato nel 1949 da Alfred Winslow Jones, il quale ha sviluppato una propria tecnica di gestione che puntava a ridurre il rischio connesso all'andamento del mercato e a realizzare rendimenti elevati<sup>2</sup>. Nell'ambito della regolamentazione italiana invece, questi fondi sono stati intesi come speculativi, proprio ad evidenziare la loro natura meno sicura rispetto ad altri OICR<sup>3</sup>. Data l'eterogeneità di questi fondi, è quindi difficile definire in modo univoco cosa sia un hedge fund. Inoltre, essi sono spesso orientati verso strategie molto rischiose (che saranno analizzate nello specifico più avanti nel capitolo) a cui sono associati altrettanto elevati livelli di rendimento atteso. I gestori hanno piena libertà di investimento e di strategie di gestione, ricorso alla leva finanziaria, possibilità di concentrare gli investimenti anche su pochi titoli, minori obblighi di disclosure e possibilità di regolare liberamente le modalità di sottoscrizione e rimborso<sup>4</sup>.

Nel corso del capitolo verrà analizzata la regolamentazione di settore a livello italiano ed europeo, le strutture d'investimento attraverso le quali operano e gli attori coinvolti e i service providers. Verrà poi data evidenza a una importante caratteristica degli hedge fund, l'*absolute return*, ovvero un rendimento assoluto positivo indipendente dalla performance dei mercati finanziari e svincolato dalla comparazione con benchmark e indici settoriali. In seguito, si parlerà delle strategie d'investimento più comuni, classificate in base al profilo di

---

<sup>1</sup> Burchi A., (2011), "Investire in hedge funds", p. 13, Bancaria Editrice

<sup>2</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>

<sup>3</sup> Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-i/art1.html>

<sup>4</sup> Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2015), "Economia degli intermediari finanziari", pp. 461-462, McGraw Hill.

rischio/rendimento, delle modalità di remunerazione dell'attività di gestione e dell'andamento del settore nel corso degli anni.

## 1.2 La regolamentazione di settore

Secondo lo IOSCO, gli obiettivi della regolamentazione finanziaria sono<sup>5</sup>:

- protezione degli investitori;
- assicurare la correttezza, l'efficienza e la trasparenza dei mercati;
- riduzione del rischio sistemico.

L'operatività e i minori vincoli degli hedge funds comportano conseguenze per ciascuno di questi obiettivi. Infatti, la normativa associata ad essi appare ridotta e disordinata poiché, se da un lato negoziano con intermediari rigidamente regolamentati e di conseguenza subiscono una sorta di regolamentazione indiretta, dall'altro si strutturano in modo tale da evitare la stringente normativa degli operatori tradizionali<sup>6</sup>. Shadab (2009) evidenzia che gli hedge fund non sono soggetti all'Investment Company Act, dal momento che essi prevedono un numero massimo di investitori pari a 100 e ciò permette loro di operare secondo modalità non consentite ai tradizionali mutual funds (utilizzando ad esempio la vendita allo scoperto<sup>7</sup>). In ambito europeo è possibile osservare iniziative disgiunte da parte dei paesi dell'Unione, con conseguenti divergenze nella regolamentazione comunitaria. I Paesi hanno infatti adottato approcci diversi e l'Italia è stata la prima a fornire una piattaforma normativa dedicata.

### 1.2.1 Normativa Italiana

La normativa italiana riguardante gli hedge funds si basa su due provvedimenti: decreto del Ministero del Tesoro del 24 maggio 1999, n. 228 (modificato da ultimo dal DM 14/10/05 n.256 - G.U. n.295 del 20/12/05) seguito dal provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999. Tale normativa determina i criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni d'investimento e individua le tipologie di fondi ammessi all'esercizio

---

<sup>5</sup> <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

<sup>6</sup> Burchi A., (2011), "Investire in hedge funds", p. 19, Bancaria Editrice

<sup>7</sup> In una nota ai suoi soci ("*An illusion is that short-selling is somehow more dangerous than buying a stock for a price. A stock can go up to infinity and down only to zero. There is no danger that cannot be provided for by adequate diversification*") <https://www.valuewalk.com/alfred-winslow-jones/>), Jones affermò che la percezione della vendita allo scoperto come più rischiosa rispetto alle posizioni lunghe fosse errata, se inserita in una adeguata strategia di diversificazione. Per questo, volle cercare una via alternativa per aggirare la regolamentazione.

dell'investimento collettivo. Al capo III art.16 del sopracitato d.m. 228/1999 viene delineata la fattispecie dei fondi speculativi<sup>8</sup>:

- Le SGR possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nella sezione *oggetto dell'investimento*, in deroga alle norme prudenziali stabilite dalla Banca d'Italia.
- Il numero massimo di partecipanti non deve superare le duecento unità. Questo limite è stato abrogato dal d. l. 29 novembre 2008, n. 185<sup>9</sup>.
- L'importo minimo della quota di sottoscrizione iniziale (le cui modalità di apporto sono liberamente regolate dagli hedge fund<sup>10</sup>) è di almeno 500.000 euro.
- Le quote dei fondi speculativi non possono essere frazionate e non devono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.
- Il regolamento del fondo deve evidenziare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che l'attività avviene in deroga alle norme stabilite dalla Banca d'Italia.

La SGR dev'essere inoltre denominata "SGR speculativa" e deve avere come unico oggetto della propria attività la gestione di questo tipo di fondi. A fronte di tali condizioni, è riconosciuta loro una maggiore discrezionalità operativa che si traduce in minori vincoli riguardo a: rispetto dei limiti all'oggetto dell'investimento, contenimento dei rischi, concentrazione delle posizioni, uso del leverage e dello short selling<sup>11</sup>.

### 1.2.2 Normativa Comunitaria

La regolamentazione comunitaria dei fondi d'investimento è stata introdotta dalla direttiva dell'Unione Europea 85/611/CEE, ovvero la UCITS (acronimo inglese per Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). Essa ha l'obiettivo di semplificare e rendere più trasparenti le regole per la vendita dei fondi all'interno dell'UE, uniformare le condizioni di concorrenza tra OICVM<sup>12</sup> europei e garantire una protezione efficace degli investitori. L'ultima modifica della direttiva si è avuta nel 2009 con la UCITS IV (2009/65/CE) la quale ha introdotto il KIID (Key Investor Information Document), ossia un documento che contiene le informazioni chiave per gli investitori che le SGR e SICAV sono tenute a redigere per ciascun OICR armonizzato. I fondi che seguono questa direttiva si

---

<sup>8</sup>[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/compendio\\_tuif/11\\_-\\_2007.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/11_-_2007.pdf)

<sup>9</sup> <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2009/01/28/09A00989/sg>

<sup>10</sup> Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2015), "Economia degli intermediari finanziari", pp. 461-462, McGraw Hill.

<sup>11</sup> Burchi A., (2011), "Investire in hedge funds", p. 40, Bancaria Editrice

<sup>12</sup> Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari

dicono infatti “fondi armonizzati” e gli hedge funds europei si collocano al di fuori della stessa. Per questo motivo, essi appartengono alla categoria dei “fondi non armonizzati” insieme ai cosiddetti fondi di fondi<sup>13</sup>. La loro regolamentazione è quindi lasciata alla libertà dei legislatori nazionali, con interventi normativi in diversi periodi e modalità che hanno reso complicata un’armonizzazione a livello comunitario.

Con la direttiva comunitaria AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive), approvata nel novembre del 2010, si è cercato di includere nella regolamentazione anche i gestori di fondi alternativi. Il testo è suddiviso in nove capi e riguarda la gestione di oltre 2100 miliardi di euro in investimenti alternativi<sup>14</sup>. La Commissione Europea ha fissato norme in riferimento alle soglie d’investimento e non riguardo la struttura organizzativa o la composizione dei portafogli, data l’estrema eterogeneità degli operatori. Essa prevede l’obbligo di registrazione per i fondi che gestiscono oltre 100 milioni di euro, ovvero tutti i fondi che facciano uso di leverage, e per i fondi di Private equity che gestiscono almeno 500 milioni di euro. È quindi possibile sottoporre a regolamentazione circa il 30% di manager di hedge funds che controllano circa il 90% delle attività in fondi domiciliati nel territorio europeo. Al di sotto di tali soglie, i manager sono comunque chiamati a notificare la propria attività di gestione alle autorità e sono sottoposti a severi controlli attraverso la propria banca depositaria (intermediario che esegue e controlla la legittimità delle azioni impartite dalla SGR e detiene gli asset del fondo). Ciò consente ai gestori di poter offrire le quote d’investimento su base comunitaria; questa possibilità è riservata anche ai gestori di fondi domiciliati in territorio extracomunitario che procedano alla registrazione.

### **1.3 Strutture d’investimento**

Oltre alle caratteristiche operative, un fondo speculativo differisce da un tradizionale fondo comune d’investimento per la presenza di personalità giuridica. Sui mercati internazionali essi operano come società a responsabilità limitata, società per azioni o società in accomandita per azioni. Dal punto di vista funzionale, invece, è possibile osservare caratteristiche comuni a tutti gli organismi di investimento collettivo tradizionale, ossia un veicolo di investimento che provvede alla raccolta delle quote e il manager responsabile del

---

<sup>13</sup> Sono fondi che possono investire l’intero patrimonio in quote di altri fondi. Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2015), “*Economia degli intermediari finanziari*”, p. 461, McGraw Hill.

<sup>14</sup><http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,5794,49,html/aifmd-la-proposta-di-direttiva-in-materia-di-gestori-di-fondi-alternativi-sviluppi-recenti>

fondo. Il veicolo d'investimento tipico di un hedge fund è generalmente sovranazionale e il pubblico dei potenziali investitori è caratterizzato da *High Net Worth Individuals* con visione globale dei mercati finanziari.

Secondo l'approccio di Francois-Serge Lhabitant<sup>15</sup>, è possibile individuare una serie di strutture d'investimento tipiche adottate dagli hedge funds:

#### *Mirror funds / side-by-side / clone funds*

I mirror funds sono veicoli d'investimento multipli, ciascuno dei quali riferito a uno specifico mercato. Sono creati dallo stesso gestore e la composizione del portafoglio risulta identica, ma possono prodursi delle differenze nel calcolo delle performance a causa del diverso trattamento fiscale dei paesi nei quali vengono proposti e dell'influenza dell'eventuale cambio valutario. Ad esempio, può essere istituito un fondo dedicato agli investitori statunitensi e l'altro dedicato agli investitori off-shore<sup>16</sup>.

#### *Master-feeder*

Nella struttura master-feeder gli investitori conferiscono i capitali in una serie di fondi feeder (semplici veicoli di raccolta) confluenti in un unico master (in cui tutti i capitali sono aggregati). L'unico asset dei fondi feeder è costituito dal fondo master che quindi ne ricalca strategia e performance. Grazie alla possibilità di personalizzare a livello feeder la struttura delle commissioni, le clausole d'investimento e i canali di distribuzione, questa configurazione è probabilmente la più utilizzata; d'altronde, lo smobilizzo di capitali da un fondo feeder potrebbe avere ripercussioni anche sugli altri.

#### *Umbrella*

La struttura umbrella è caratterizzata dalla presenza di un insieme di fondi accumulati dallo stesso marchio, servizi amministrativi, rete di collocamento e gestore. Ogni fondo mantiene la propria identità ma l'invio e l'esecuzione delle negoziazioni sono eseguiti in maniera unica (nel caso del mirror fund tutte le attività devono essere replicate dal gestore). È possibile inoltre eseguire uno switch di capitali evitando che si generino plusvalenze soggette a ritenute fiscali.

---

<sup>15</sup> Lhabitant F. S., (2006), "*Handbook of Hedge Funds*", pp. 108-117, John Wiley & Sons Ltd

<sup>16</sup> Nell'ambito degli hedge funds si parla di on-shore e off-shore per indicare enti statunitensi e non statunitensi.

### *Manage accounts*

Nello schema del manage account, l'investitore possiede la piena proprietà del conto acceso presso la banca depositaria. Perciò il gestore ha un mandato con cui gestisce gli asset contenuti nel conto e ciò garantisce una totale trasparenza sull'attività, ma non comporta necessariamente una riduzione del rischio.

### *Prodotti strutturati*

Nell'ipotesi in cui l'investimento diretto in hedge funds sia particolarmente oneroso o impossibile, una SPV<sup>17</sup> può acquistare un determinato numero di quote di hedge funds ed emettere strumenti finanziari strutturati. Questi strumenti possono essere obbligazioni che replichino esattamente il rendimento netto dell'hedge fund sottostante, oppure opzioni nei casi più complessi.

## **1.4 Attori coinvolti e service providers**

A differenza dei mutual funds, che tendono ad organizzare tutte le fasi del processo d'investimento e i servizi in modo centralizzato, gli hedge funds tendono ad avere una struttura modulare e operano con soggetti esterni delegati a svolgere determinate funzioni. Questo a causa della loro dimensione spesso più contenuta, che non permette la creazione di economie di scala e di scopo, ma al contempo conferisce loro maggiore flessibilità. Tra i principali attori coinvolti è possibile individuare:

- a) *General partner/sponsor*: è il creatore del fondo. Tipicamente lo sponsor investe parte del proprio patrimonio direttamente nel fondo e riceve parte dei profitti attraverso le performance fee.
- b) *Investment Adviser*: ha il ruolo di costituire l'organizzazione del fondo e di renderla operativa attraverso la predisposizione dei soggetti giuridici e dei documenti legali necessari ad operare. Si occupa inoltre della stesura dei report periodici e della promozione delle quote del fondo.
- c) *Prime Broker*: funzione svolta tipicamente dalle grandi banche d'investimento, riguarda la gestione degli ordini e il supporto all'attività di negoziazione su mercati regolamentati e over-the-counter.

---

<sup>17</sup> Special Purpose Vehicle, entità giuridica riconosciuta in Italia come "società di progetto" introdotta per la prima volta dalla Legge Merloni del 1994

- d) *Administrator*: fornisce servizi di back-office, amministrativi, contabili e di calcolo del NAV.
- e) *Custodian*: ha il compito di detenere gli strumenti finanziari che costituiscono il portafoglio del fondo. Solitamente, il custodian (o trustee) e l'administrator coincidono e in Europa confluiscono nella figura della banca depositaria.
- f) *Legal Counsel*: si occupa di assicurare la conformità della forma giuridica e dell'operato dei gestori al sistema legale cui è sottoposta l'attività di un fondo speculativo. In ambito di operatività internazionale può svolgere attività di consulenza in tema fiscale e tributario.
- g) *Auditor*: funzione tipicamente svolta dalle grandi società di consulenza per garantire la conformità dei fondi alla prassi contabile del paese di residenza. Ciò comprende redazione dei documenti di bilancio e processi di revisione, solitamente con cadenza annuale.
- h) *Listing Sponsor*: riguarda tutti quei soggetti che accompagnano il fondo alla quotazione in mercati regolamentati, garantendo correttezza e trasparenza al mercato.

Come anticipato, molte di queste funzioni sono svolte dalle grandi banche d'investimento (Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Bank of America Merrill Lynch, Citigroup...) e dalle grandi società di consulenza (Deloitte & Touche, Ernst & Young, Pricewaterhouse Coopers, Kpmg, McKinsey & Company, Bain & Company...) attive a livello globale.

### **1.5 Absolute return e distorsioni dei benchmark**

Una delle caratteristiche fondamentali di un fondo speculativo è la ricerca di un rendimento assoluto positivo, indipendente dalle performance dei mercati finanziari<sup>18</sup>; ciò comporta una metodologia di calcolo delle commissioni significativamente diversa dai tradizionali mutual funds, i quali comparano la loro performance relativa con i principali indici settoriali<sup>19</sup>. Data

---

<sup>18</sup> Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2015), "Economia degli intermediari finanziari", p. 463, McGraw Hill.

<sup>19</sup> Nella delibera 11522/1998 della CONSOB, viene espressamente indicato che il parametro di riferimento debba essere oggettivo e calcolato in base a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo. I requisiti fondamentali devono essere quindi rappresentatività, trasparenza, replicabilità e hedgeability. Se anche un solo di questi requisiti non può essere garantito quando si procede alla costruzione dell'indice, è chiaro che un'eventuale comparazione delle performance produrrebbe risultati inadeguati. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/compendio\\_tuif/21\\_-\\_2007.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/21_-_2007.pdf)

l'eterogeneità della composizione dei portafogli degli hedge funds, la scelta di un benchmark piuttosto che un altro indicatore risulterebbe fuorviante. Bisogna inoltre considerare la difficoltà nella costruzione di un eventuale benchmark settoriale, in quanto la trasparenza e la comunicazione delle informazioni al mercato da parte degli hedge funds non è mai integrale. I benchmark disponibili presentano perciò diverse problematiche connesse alla misurazione e alla costruzione e possiedono una scarsa capacità nel catturare le effettive dinamiche di gestione che intendono rappresentare.

L'elaborazione di un indice nell'universo dei fondi hedge è conseguente alla costruzione di un database basato sulle performance storiche. Si procede attraverso un doppio campionamento: il primo raccoglie le informazioni disponibili sul mercato ed è correlato alla capacità di raccolta del data provider, il secondo è conseguenza della metodologia utilizzata nella costruzione del benchmark. Ne consegue che i database riescono a rappresentare solo ciò che è rilevato e osservabile e risulteranno tanto più accurati quante più informazioni i data provider sono stati in grado di raccogliere.

Le distorsioni presenti negli indici di riferimento vengono chiamate biases e sono dovute alla raccolta delle informazioni e alla costruzione dei database (self selection bias, sample selection bias, survivor bias, backfill/instant history bias), oppure alla aggregazione delle performance e al calcolo degli indici (manager sample bias, defunct fund bias, weighted scheme, classification bias). Amenc e Martellini (2002) esaminano oltre 30 indici classificati per strategia elaborati dai maggiori data provider. I differenziali di rendimento osservati sono significativi e nel caso della strategia long/short equity (la più comunemente usata dagli hedge fund) si arriva fino a 22.04% su base mensile con correlazione<sup>20</sup> inversa tra i database. La letteratura economica ha suggerito alcune soluzioni ai problemi legati alla costruzione dei benchmark: la più promettente sembra essere rappresentata dalla possibilità di costruire un nuovo database che utilizzi in modo congiunto le informazioni provenienti dai diversi data provider. In virtù della scarsa sovrapposizione delle informazioni nei diversi database, questa soluzione potrebbe aumentare il numero di fondi osservati e ridurrebbe le distorsioni attraverso un'adeguata diversificazione, ma ridurrebbe i vantaggi derivanti dal campionamento diretto<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> La correlazione viene quantificata attraverso il coefficiente di correlazione, il quale misura l'intensità di relazione tra due variabili. Può assumere un valore compreso tra -1 (correlazione inversa) e 1 (correlazione diretta). Se assume valore uguale a 0, la correlazione risulta assente. R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen, S. Sandri, (2015), "*Principi di Finanza Aziendale*", p. 201, ss, McGraw Hill Education

<sup>21</sup> Burchi A., (2011), "*Investire in hedge funds*", pp. 104, Bancaria Editrice

## 1.6 Remunerazione dell'attività di gestione

I gestori di fondi hedge sono spesso i fondatori stessi: solitamente sono manager con una buona esperienza in banche e fondi d'investimento e vantano specifiche abilità in una certa strategia operativa. Per discutere della loro remunerazione, bisogna innanzitutto precisare che i costi sopportati da un investitore sono di due tipi<sup>22</sup>:

- Costi diretti, ossia costi direttamente a carico del cliente. Si distinguono in commissioni di sottoscrizione (pagate al momento di acquisto delle quote), di switch (in caso di passaggio di capitali dal fondo a un altro gestito dalla stessa SGR) e di uscita (in caso di richiesta di rimborso delle quote).
- Costi indiretti, ossia commissioni prelevate periodicamente dal patrimonio del fondo e connesse alla remunerazione del servizio di gestione.

Proprio in quest'ultima categoria figurano le commissioni tipiche dei fondi speculativi, ossia le management fees e le performance fees. Le prime sono espresse in misura percentuale e il loro valore varia in relazione al grado di rischio del fondo; sono calcolate quotidianamente e prelevate con periodicità mensile, semestrale o annuale. Le seconde sono invece commissioni di incentivo ottenute in base a meccanismi contrattuali e clausole inserite nei contratti di sottoscrizione. Generalmente, la loro entità è determinata in base all'extra rendimento rispetto al benchmark e possono assumere due configurazioni: commissioni simmetriche, in cui la percentuale aumenta in presenza di extra rendimento e diminuisce in presenza di performance negative, e commissioni asimmetriche, che prevedono un costo per l'investitore in caso di ritorni positivi e nessuna compensazione in caso di performance negative. La natura delle commissioni asimmetriche potrebbe quindi incentivare il gestore ad assumere più rischio; per questo, nel caso della normativa statunitense, queste commissioni sono vietate.

La performance fee viene di norma abbinata a clausole che agevolano l'allineamento nelle preferenze di gestore e investitore, quindi high water mark e hurdle rate. Nel caso della prima clausola, l'investitore paga una commissione solo se le performance positive garantiscono un aumento effettivo del valore della propria quota, evitando una doppia applicazione di commissioni di performance in presenza di ritorni positivi. Nel caso della seconda, è previsto

---

<sup>22</sup> Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2015), "Economia degli intermediari finanziari", pp. 472-473, McGraw Hill.

invece un tasso annuale di rendimento minimo (di norma si tratta di un tasso risk free<sup>23</sup>) al di sotto del quale le commissioni di performance non sono dovute<sup>24</sup>.

## 1.7 Strategie d'investimento

La maggiore libertà operativa concessa ai fondi speculativi ha comportato la nascita di una pluralità di stili di gestione che risultano però difficilmente categorizzabili; ogni tecnica possiede peculiarità e sfumature dovute alle preferenze e alle modalità operative proprie del gestore. Agarwal e Naik (2000a) cercano di catalogare le strategie d'investimento in due macro-gruppi: strategie direzionali e non direzionali.

### 1.7.1 Strategie direzionali

Le strategie direzionali sono strategie aggressive attraverso cui i gestori scommettono sulla direzione che presumono assumeranno in futuro prezzi di specifiche attività, valute o beni presenti sul mercato. I portafogli sono quindi caratterizzati da un'elevata volatilità e le performance sono correlate positivamente ai movimenti del mercato.

#### 1.7.1.1 Long/Short Equity

Questo tipo di strategie si caratterizza per la contemporanea presenza in portafoglio di posizioni lunghe e corte in titoli azionari. La combinazione di investimenti a lungo termine con vendite allo scoperto è finalizzata a ridurre l'esposizione di mercato ed è questo uno dei motivi per cui i fondi long/short raccolgono la maggior parte dei capitali in gestione. La reattività inversa ai fattori di mercato permette infatti di coprirsi da una tendenza eccessivamente ribassista o rialzista attraverso un approccio *long bias* o *short bias*, a seconda che il portafoglio sia esposto positivamente o negativamente alle dinamiche di mercato. Il rapporto long/short misura il bilanciamento delle posizioni e si calcola come segue:

$$\text{Rapporto long/short} = \frac{\text{Posizione Lunga} - \text{Posizione Corta}}{\text{Posizione Corta}}$$

Un esempio è rappresentato dal rapporto 130-30, in cui il 130% dell'esposizione in portafoglio è lunga e il 30% è corta. Dato il doppio canale di performance realizzabile tramite la duplice esposizione, le strategie long/short vengono chiamate anche *double alpha*.

---

<sup>23</sup> È il tasso di interesse associato all'investimento in un'attività priva di rischio in cui i flussi di cassa attesi sono certi. Nel sistema finanziario italiano, il risk free è di norma associato al rendimento dei BOT (Buoni Ordinari del Tesoro).

<sup>24</sup> Lhabitant F. S., (2006), "Handbook of Hedge Funds", p. 30, John Wiley & Sons Ltd

### 1.7.1.2 Global/Macro Fund

I gestori di fondi Global/Macro basano il proprio stile di gestione sull'analisi di variabili macroeconomiche speculando sull'andamento delle economie mondiali. Cercano di anticipare l'andamento di tassi d'interesse, valute o mercati regolamentati e investono in tutte le asset class disponibili, usufruendo di elevati livelli di leverage. Si contraddistinguono inoltre per il numero contenuto di negoziazioni tramite le quali movimentano però ingenti quantità di denaro. A causa di questa loro caratteristica, sono spesso accusati di provocare instabilità nei mercati tramite transazioni poco trasparenti che determinano un aumento del rischio assunto e diminuzione dell'efficienza, a danno degli investitori del fondo e soprattutto dell'intero sistema finanziario. Uno degli esempi più noti è rappresentato dal Quantum Fund di George Soros, tramite cui nel 1992 (16 settembre, il cosiddetto *mercoledì nero*) causò una perdita di valore della lira rispetto al dollaro del 30% e vendette sterline allo scoperto per un equivalente di 10 miliardi di dollari. La Banca d'Inghilterra fu costretta a svalutare la propria moneta e a farla uscire dallo SME<sup>25</sup>, mentre il guadagno per Soros fu stimato attorno agli 1,1 miliardi di dollari<sup>26</sup>.

### 1.7.1.3 Short Selling

La strategia Short Selling riguarda la vendita allo scoperto di titoli che si ritiene siano sopravvalutati, in attesa di un futuro riacquisto sul mercato a un prezzo minore. I portafogli di questi fondi sono costituiti da sole posizioni corte e hanno quindi successo in fasi ribassiste del mercato. Durante le fasi rialziste, i gestori riequilibrano il proprio portafoglio verso strategie long/short con bias tendente naturalmente allo short. Questi fondi sono però esposti al rischio di perdite potenzialmente illimitate in caso di mancato realizzo delle aspettative di diminuzione di prezzo.

### 1.7.1.4 Specialized

I gestori di fondi Specialized concentrano la propria attenzione su un certo panorama di riferimento (un particolare settore economico o una determinata area geografica) piuttosto che su una specifica metodologia di investimento. Il gestore vanta una certa conoscenza dei soggetti operanti in quel mercato e delle variabili economiche e non possiede una competenza tecnica in una particolare strategia operativa.

---

<sup>25</sup> Sistema Monetario Europeo

<sup>26</sup> Mankiw N. G., Taylor M. P., (2015), “*Macroeconomia*”, pp. 265-266, Zanichelli

#### 1.7.1.5 Managed Futures e CTAs (Commodity Trading Advisors)

I fondi appartenenti a questa categoria sono specializzati in operazioni su futures e opzioni, ma nel corso degli anni i manager si sono concentrati anche su commodity (materie prime). Il nome deriva dall'obbligo di registrazione presso la Commodity Futures Trading Commission per tutte quelle imprese che, direttamente o indirettamente, propongano l'acquisto o la vendita di futures e opzioni su materie prime (Commodity Trading Advisors).

#### **1.7.2 Strategie non direzionali**

Le strategie non direzionali (note anche come market neutral) presentano una bassa correlazione all'andamento del mercato e i gestori che utilizzano queste strategie, a differenza di quelle direzionali, non cercano di fare previsioni sull'andamento del mercato o del singolo strumento in cui investono. Essi cercano di sfruttare le anomalie e i disallineamenti di prezzo per realizzare profitti derivanti dalla performance relativa di uno o più titoli legati da una certa relazione.

##### 1.7.2.1 Equity Market Neutral

I portafogli delle strategie Equity Market Neutral hanno una composizione simile a quelle delle strategie Long/Short Equity ma, se quest'ultime nel lungo periodo tendono ad avere un'esposizione netta lunga o corta a seconda delle opportunità di investimento, i manager di hedge fund Equity Market Neutral puntano all'azzeramento dell'esposizione netta al rischio di mercato. Le posizioni lunghe o corte sono infatti definite congiuntamente e avvengono su titoli correlati in modo da ricavare profitti dalla convergenza dei prezzi delle attività e non dall'andamento del mercato; i rendimenti saranno unicamente conseguenza dell'attività di selezione dei titoli e non dell'andamento del mercato.

##### 1.7.2.2 Event Driven/Specialized Events Arbitrage

I gestori che adottano queste strategie sfruttano eventi di finanza straordinaria per beneficiare del mispricing delle attività in questione. Sono strategie assimilabili a tecniche di arbitraggio, nonostante presentino diversi elementi di rischio dipendenti dall'esito dell'operazione: in caso di mancato verificarsi dell'evento atteso potrebbero realizzarsi notevoli perdite conseguenti alla liquidazione delle posizioni divenute meno appetibili sul mercato. Le principali strategie event driven sono connesse a operazioni di fusione (merger & acquisition arbitrage), ristrutturazione (restructurings) e crisi aziendali (distressed securities).

### 1.7.2.3 Relative Value-Arbitrage

I gestori che utilizzano strategie di Relative Value mirano a realizzare un profitto da arbitraggio propriamente detto, derivante da disallineamenti di prezzo di due o più attività finanziarie fino a quando i prezzi di mercato non convergano verso i valori di equilibrio. Nel settore degli hedge fund la caratteristica dell'assenza di rischio tipica degli arbitraggi non è presente e la scarsa remunerazione unitaria spinge i gestori ad assumere elevati livelli di leverage. Le strategie più comunemente usate sono convertible arbitrage (operatività derivante da disallineamenti di prezzi tra azioni e obbligazioni convertibili) e fixed income arbitrage (operazioni di arbitraggio su titoli a reddito fisso in cui si sfruttano inefficienze di pricing tra obbligazioni e cambiamenti negli spread creditizi).

### **1.7.3 Posizionamento delle strategie in base al profilo di rischio/rendimento**

Le strategie sopraelencate possono essere classificate in base alla relazione rischio/rendimento utilizzando i dati storici disponibili nei database di hedge fund. Il database usato per quest'analisi è fornito da EurekaHedge, un archivio contenente dati di 24,908 hedge fund attivi a livello mondiale in cui il 90% dei NAV è aggiornato a fine mese. Gli indici elaborati comprendono ciascuno un paniere di rendimenti di hedge funds suddivisi per strategia e sono sviluppati secondo due metodologie:

- Equal weighted =  $\sum_{i=1}^n \frac{return_i}{numero\ di\ fondi}$  ovvero indici "ugualmente pesati" costruiti in modo tale che ciascun titolo all'interno del paniere pesi allo stesso modo.
- Value weighted =  $\sum_{i=1}^n \frac{AUM_i * return_i}{\sum_{i=1}^n AUM_i}$  ovvero indici che attribuiscono ad ogni titolo una ponderazione in base alla capitalizzazione del titolo. Nel caso di EurekaHedge, il ribilanciamento avviene sulla base dell'Asset Under Management<sup>27</sup>.

In base alle informazioni fornite riportate dal database, le categorie di strategie non sono chiaramente distinte e la maggior parte di esse si posiziona intorno a valori simili di rischio e rendimento; due eccezioni sono rappresentate dalle strategie equity market neutral e short selling, le quali presentano entrambe ridotti livelli di rendimento medio e, rispettivamente, valori contenuti di rischio e valori elevati di rischio.

Una delle maggiori criticità di questi indici riguarda la distorsione causata dalla mortalità degli hedge funds, poiché essa non incide sul calcolo delle performance dei campioni presi in analisi. Infatti, come anticipato nel paragrafo 1.5, uno dei biases dovuti alla raccolta delle

---

<sup>27</sup> Termine con cui si indica il valore di mercato dei fondi sotto la gestione di un ente finanziario.

informazioni e alla costruzione dei database è proprio il *survivor bias*, a causa del quale i data provider tendono a campionare le informazioni provenienti soltanto da individui ancora attivi e a ignorare i soggetti defunti, portando a risultati statistici eccessivamente ottimistici.

## 1.8 Andamento del settore nel corso degli anni

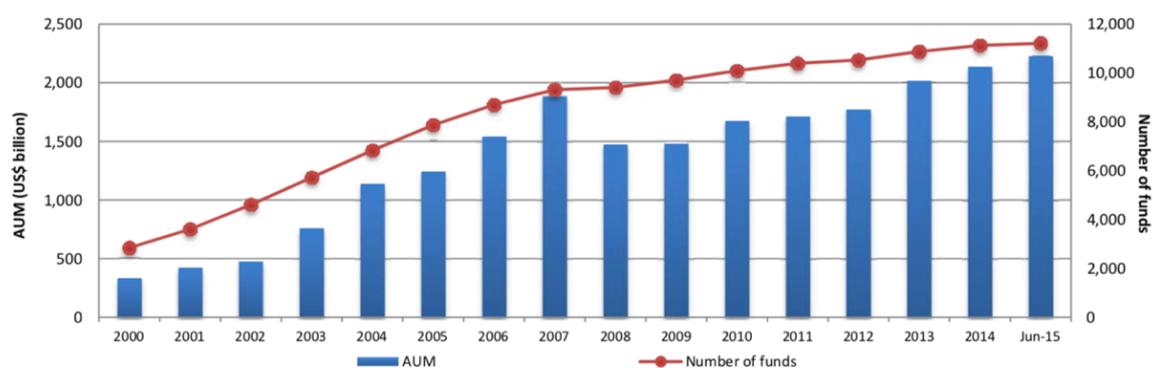


Figura 1.1 Crescita dell'industria degli hedge fund fonte [www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com)<sup>28</sup>

L'industria globale degli hedge fund ha vissuto un incremento costante in termini di numero di fondi e di Asset Under Management sin dal primo periodo del ventunesimo secolo. Negli anni antecedenti la crisi del 2008, la crescita è stata esponenziale ma l'incertezza e la recessione post-crisi hanno affetto notevolmente anche il settore degli hedge funds, registrando perdite per 413.6 miliardi di dollari alla fine del 2008. Già dal 2009 sono stati rilevati segnali di ripresa e le performance tra 2010 e 2014, nonostante la crisi dei debiti sovrani dell'eurozona nel 2011, hanno permesso di arrivare a una capitalizzazione di mercato dell'AUM pari a 2,23 trilioni di dollari gestiti da un totale di 11,211 hedge funds a livello mondiale (dati a giugno 2015).

## 1.9 Conclusioni

Il funzionamento dei fondi speculativi solleva diverse problematiche connesse alla classificazione delle strategie e all'identificazione dal punto di vista legale, ma soprattutto complicazioni concernenti la disciplina finanziaria, anche in virtù del disallineamento tra la regolamentazione comunitaria e nazionale. In questo capitolo sono quindi state analizzate le

<sup>28</sup> Indirizzo completo: [http://www.eurekahedge.com/files/The\\_Eurekahedge\\_Report\\_Sample.pdf](http://www.eurekahedge.com/files/The_Eurekahedge_Report_Sample.pdf)

principali differenze tra i due modelli regolamentazione, tenendo ben presente i tentativi di armonizzazione comunitaria avvenuti con la UCITS e la AIFMD.

La particolare operatività degli hedge fund porta inoltre i gestori a intrattenere rapporti con una pluralità di soggetti interni ed esterni al fondo e a configurare delle particolari strutture d'investimento, tramite cui i manager cercano di regolare e controllare i vincoli normativi. Come ogni fondo d'investimento, le performance dei fondi hedge vanno confrontate con un indicatore segnaletico riguardante l'andamento settoriale; ciò porta però a una serie di problematiche e distorsioni connesse alla composizione dell'indice.

Le modalità di sottoscrizione e smobilizzo, il sistema di remunerazione dei gestori e le clausole proposte agli investitori non sono altro che il risultato di una serie di libertà giuridiche concesse ai fondi speculativi, le quali si riflettono allo stesso modo nelle strategie d'investimento. Difatti, le tecniche operative di questi fondi sono estremamente eterogenee e molte di esse sono di possibile utilizzo grazie alla maggior libertà di indebitamento permessa e alla possibilità di assumere posizioni su un'ampia natura di strumenti finanziari. Da evidenziare la distinzione tra strategie direzionali e non direzionali in termini di scelta dei titoli su cui investire, ma che non porta a un'effettiva divisione netta nel posizionamento delle strategie in termini di rischio e rendimento.

L'analisi dell'andamento e delle dimensioni dei fondi speculativi è infine utile a comprendere quali sono le variabili, anche esogene, che incidono sull'estensione del controllo di capitali e sul numero di fondi attualmente attivi a livello mondiale.

## CAPITOLO 2: HEDGE FUND ACTIVISM E SOCIETA' TARGET

### 2.1 Introduzione

Tra le più note criticità che riguardano il funzionamento di una società per azioni quotata, il conflitto di agenzia tra manager e azionisti è probabilmente uno dei principali temi affrontati dalla letteratura economica di settore. Il problema sorge soprattutto in relazione agli investitori outsiders, ossia la maggior parte degli azionisti che non posseggono sufficiente motivazione e risorse necessarie per partecipare attivamente alla gestione della società in cui investono. Un particolare gruppo di outsiders è rappresentato dagli investitori attivisti, i quali non si dedicano solamente a scelte di investimento o disinvestimento in un determinato titolo azionario, bensì adottano varie strategie low-cost o high-cost per avere un'influenza sul management dell'impresa target volta al miglioramento della corporate governance<sup>29</sup>. Il fenomeno in questione viene identificato col nome di *Shareholder Activism*. Non esiste una definizione univoca di attivismo degli azionisti, in quanto le campagne attiviste possono manifestarsi secondo configurazioni molto differenti tra loro. Chee (2004) definisce lo shareholder activism come “*esercizio e applicazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza al fine di incrementare nel lungo periodo il valore per gli azionisti*”. Altri autori, come Gillan e Starks (2000), sottolineano che un attivista può anche essere colui che manifesta la propria contrarietà a decisioni intraprese dal consiglio di amministrazione escludendo una modifica del management. Ciò che accomuna queste proposte di definizione del fenomeno, è che le azioni degli outsiders possono essere intraprese attraverso l'utilizzo dei diritti collegati alla quota azionaria; è evidente che maggiore sarà la quota posseduta, maggiore sarà l'influenza sulla società e maggiori saranno gli interessi nel controllo sul management. Altre azioni sono invece intraprese utilizzando il mercato del controllo societario, tramite cui gli investitori acquistano notevoli blocchi di partecipazioni con l'intenzione di realizzare una scalata ostile. Nel corso del capitolo verranno delineate le varie forme di attivismo e le caratteristiche delle società target, analizzando le ripercussioni dovute all'influenza dei soci di minoranza. Inoltre, tra i maggiori player nell'ambito dell'attivismo è possibile individuare gli hedge fund, i quali, a differenza dei tradizionali mutual fund, non hanno norme da rispettare riguardo la diversificazione del portafoglio e ciò permette loro di

---

<sup>29</sup> Sistema di norme, tradizioni e comportamenti che regolano la gestione e il controllo di un'impresa.

detenere significativi blocchi azionari in società quotate<sup>30</sup>. Nel proseguo del capitolo verranno tratte le caratteristiche principali dei fondi hedge che adottano una gestione attiva, per capire quali proprietà li rendono peculiari nel controllo societario di una azienda obiettivo.

## 2.2 Forme di attivismo degli shareholder

Lo shareholder activism è frequentemente associato alla detenzione di importanti blocchi azionari da parte dell'azionista, ma ciò non costituisce la condizione necessaria all'avvio di campagne attiviste. Le iniziative degli azionisti possono essere intraprese tramite meccanismi più o meno costosi a seconda della strategia che si intende adottare e ciò incide sull'efficacia e sulla nettezza dei risultati. Per avviare una campagna attivista, l'investitore si rivolge innanzitutto al mercato per acquisire le quote di minoranza o maggioranza necessarie: spesso una partecipazione che oscilla tra il 5% e il 15-20% è sufficiente per influenzare le politiche societarie, mentre l'attuazione di un'OPA (spesso realizzata in modo ostile)<sup>31</sup> può garantire il controllo societario vero e proprio all'investitore. D'altro canto, Admati e Pleiderer (2009) sottolineano che anche la minaccia di vendere le azioni della società in questione può essere un'efficace forma di attivismo, in quanto i compensi dei manager sono legati al valore di mercato del titolo che risulterebbe diminuito da un evento di questo tipo.

Nel caso di detenzione di partecipazioni rilevanti è importante distinguere tra attivismo *low-cost* e attivismo *high-cost*. L'attivismo *low-cost* consiste in iniziative che non prescindono dal possesso di notevoli quote societarie e che risultano relativamente poco costose. Sono tipicamente incluse le proposte in assemblea, le negoziazioni private<sup>32</sup> e le campagne vote-no (molto diffuse negli Stati Uniti). Queste ultime sono tattiche consistenti nel tentativo da parte dell'attivista di coalizzare altri azionisti a votare contro l'elezione di uno o più membri del board, con lo scopo di manifestare la propria insoddisfazione verso determinate scelte del management e del CdA. L'attivismo *high-cost*, o attivismo via blocchi, è invece

---

<sup>30</sup> Croci E., (2011), "Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund", p. 109, FrancoAngeli

<sup>31</sup> Offerta Pubblica di Acquisto, proposta irrevocabile rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari di prodotti finanziari che ne formano oggetto. Nel caso di OPA ostile, il Consiglio di Amministrazione della società target si esprime contrario all'offerta e pone in essere delle azioni difensive per evitare la scalata da parte dell'acquirente. Campobasso G. F., (2015), "Diritto Commerciale 2. Diritto delle società", pp. 264-271, Utet Giuridica

<sup>32</sup> Le proposte in assemblea e negoziazioni private saranno approfondite rispettivamente nelle sezioni 2.2.1 e 2.2.2.

ricodotto a quella categoria di azionisti che detiene oltre il 5% delle quote azionarie di una società. Questi soggetti sono identificati col nome di blockholders e tentano di influenzare le decisioni dell'impresa attraverso l'attivismo. Kim et al. (2009) sottolineano che una partecipazione oltre il 5% non rappresenta una condizione sufficiente affinché l'investitore possa essere identificato come attivista: l'acquisto di una partecipazione rilevante può anche essere dovuta all'abilità di stock picking<sup>33</sup> di un gestore non interessato a interferire nella vita aziendale, ma che rileva le quote con finalità di investimento e diversificazione. I soggetti da prendere in considerazione sono invece gli *switchers*, ossia azionisti esterni che mutano la ragione del proprio investimento da passiva ad attiva<sup>34</sup>.

La distinzione tra attivismo low-cost e high-cost, evidenzia come lo shareholder activism non possa essere ricondotto a una sola categoria di investitori. Se da un lato alcune categorie di investitori preferiscono intrattenere rapporti amichevoli col CdA delle società e di conseguenza saranno più propense a utilizzare forme di attivismo poco costoso (ad esempio fondi comuni e fondi pensione), altri investitori potrebbero non disdegnare situazioni di aperto contrasto con gli amministratori (hedge fund su tutti)<sup>35</sup>. Inoltre, l'annuncio dell'acquisto di partecipazioni rilevanti da parte di fondi di private equity o venture capital può essere fuorviante ai fini di uno studio sullo shareholder activism, in quanto essi sono fondi che entrano nel capitale di un'azienda con finalità di ristrutturazione o crescita e che tendono ad acquistare il controllo della stessa.

Ogni investitore ha un proprio stile di investimento e una propria modalità di rapportarsi con la società target; di conseguenza se nel breve periodo il mercato reagisce con decisione, in quanto la partecipazione acquistata rappresenta un incentivo al monitoraggio da parte dell'investitore e una minaccia credibile per il management, nel lungo periodo gli effetti potrebbero complessivamente rivelarsi insignificanti. Nelle prossime sezioni saranno analizzate le principali azioni intraprese dagli attivisti e il takeover, il quale viene utilizzato con finalità di controllo societario e quindi si configura come variante estrema di attivismo.

### 2.2.1 Shareholder proposals

---

<sup>33</sup> Strategia d'investimento che riguarda l'assunzione di posizioni long in attività sottostimate, ossia con alto potenziale di crescita.

<sup>34</sup> Si rimanda alla sezione 3.2 per chiarimenti riguardo la soglia rilevante e la distinzione tra investitori attivi e passivi.

<sup>35</sup> Croci E., (2011), "*Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*", p. 19, FrancoAngeli

Le proposte degli shareholder sono dei documenti che gli azionisti di minoranza presentano formalmente in assemblea al fine di far intraprendere al management una certa linea di condotta. Armour e Cheffins (2009) distinguono tra attivismo offensivo (ex ante) e difensivo (ex post) e identificano le risoluzioni in assemblea come incidentali e difensive, poiché vengono avanzate in risposta a determinate situazioni collegate sia a cattiva governance sia a performance azionarie negative. Tra i primi esempi di attivismo di questo tipo è possibile individuare CalPERS<sup>36</sup>, un fondo pensione attivista che ha fatto dell'investimento in società sottoperformanti e con problemi di management una delle sue principali linee di gestione. Dal 1987 al 2010 CalPERS era solita stilare annualmente una *Focus List*, pubblicata sul Wall Street Journal, in cui includeva delle società che venivano valutate sotto l'aspetto della gestione aziendale e, a partire dagli anni '90, anche sotto l'aspetto delle performance azionarie passate. Smith (1996) precisa che da un primo gruppo di 50 aziende venivano poi identificate 12 potenziali target, le quali avevano registrato i peggiori rendimenti negli ultimi cinque anni. L'obiettivo era quello di influenzare l'opinione pubblica e gli altri azionisti con diritto di voto, al fine di incentivare l'azienda a modificare la propria linea di condotta.

Negli Stati Uniti le proposte di risoluzione sono lo strumento maggiormente utilizzato nell'ambito del low-cost activism e sono ascrivibili soprattutto a investitori istituzionali. Essi sono infatti vincolati a mantenere portafogli diversificati e ciò non permette loro di detenere grossi blocchi azionari per avviare campagne high-cost. La Rule 14a-8<sup>37</sup> del Securities Exchange Act<sup>38</sup> stabilisce quali categorie di azionisti abbiano diritto a presentare una proposta in assemblea: qualsiasi azionista ha la facoltà di tramettere una proposta qualora abbia detenuto almeno l'1% o il controvalore di \$2.000 delle azioni con diritto di voto. La proposta deve essere esplicita da un testo contenente un massimo di 500 caratteri e viene inclusa nel materiale dell'assemblea annuale. Il testo deve essere spedito alla società almeno 120 giorni prima dell'assemblea o in un tempo ragionevolmente antecedente l'invio del materiale agli azionisti. È importante sottolineare che, anche se la proposta ricevesse la maggioranza dei voti, non sarebbe comunque vincolante per il board. Questo perché la legislazione americana spesso tende a favorire il management dell'impresa; anche nel caso dell'elezione dei membri del CdA il management risultava favorito fino al 2006, in quanto

---

<sup>36</sup> California Public Employees Retirement System, fondo pensione dei dipendenti pubblici californiani. È il più grande fondo pensione degli Stati Uniti e ha organizzato campagne attiviste fin dal 1986 (Smith, 1996).

<sup>37</sup> <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-8>

<sup>38</sup> Il Securities Exchange Act, insieme all'Investment Adviser Act, impone delle regole di condotta a broker e dealer i quali sono tenuti alla registrazione presso la SEC e devono rispettare obblighi di trasparenza e di solidità finanziaria. Burchi A., (2011), *Investire in hedge funds*, Bancaria Editrice

la maggior parte delle società statunitensi quotate adottava il plurality voting al posto del majority voting<sup>39</sup>. Per quanto riguarda le principali volontà espresse dagli azionisti, Thomas e Cotter (2007) trovano che le proposte sono fortemente incentrate su temi che riguardano i compensi esecutivi e soprattutto sia le misure anti-takeover che quelle contro l'approvazione delle risoluzioni. Gli statuti societari possono infatti prevedere vincoli difensivi e clausole per rendere più difficili le scalate societarie e le approvazioni delle proposte, come nel caso di poison pills e supermajority amendments. Nel primo caso si tratta di clausole a favore degli azionisti che consentono loro di acquistare nuove emissioni di azioni a un prezzo privilegiato, in caso di reale pericolo di scalata; nel secondo caso si tratta di regole statuarie che prevedono una maggioranza qualificata per l'approvazione di una certa deliberazione<sup>40</sup>. Gillan e Starks (2000) affermano che i maggiori successi si hanno in caso di proposte sponsorizzate da fondi pensione pubblici e grandi investitori istituzionali, le quali raccolgono molti più voti rispetto alle proposte presentate da piccoli investitori individuali.

### 2.2.2 Negotiations

L'identificazione di casi di attivismo può presentare notevoli difficoltà anche a causa delle trattative che non vengono rese pubbliche dalle parti. Le negoziazioni private non sono altro che discussioni strategiche tramite cui gli azionisti attivisti cercano di modificare il comportamento del management. I resoconti della stampa finanziaria spesso riportano solamente i casi i cui le trattative siano andate a buon fine, in quanto le parti tendono a mantenere privati i casi di fallimento e ciò porta a gonfiare i successi. Karpoff (2001) include queste iniziative nell'ambito dell'attivismo low-cost assieme alle proposte di risoluzione e specifica che l'adozione di una tattica non pregiudica l'altra, bensì esse possono essere utilizzate in tandem. Ciò è confermato anche da Renneboog e Szilagyi (2008), i quali aggiungono che le proposte degli azionisti vengono utilizzate in seguito a una risposta negativa del mercato o, per l'appunto, in seguito a fallimenti di trattative private col management. Molti investitori attivisti, infatti, inoltrano proposte di risoluzione solo in seguito a risposte contrarie del management riguardo a tentativi di negoziare un cambiamento nella struttura della governance societaria. Questi negoziati avvengono

---

<sup>39</sup> Con il plurality voting il candidato che riceve più voti vince e non è necessaria la maggioranza dei voti, come invece avviene col majority voting. Dopo che molte società del Delaware (stato USA nel quale sono localizzate la maggior parte delle società quotate) hanno fronteggiato risoluzioni che richiedevano l'adozione del voto a maggioranza, nel 2006 una modifica normativa ha facilitato l'adozione del majority voting. Croci E., (2011), *"Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund"*, p. 29, FrancoAngeli

<sup>40</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., (2015), *"Principi di Finanza Aziendale"*, p. 740, McGraw Hill Education

direttamente tra le parti e rientrano nell'ambito dell'attivismo non-proxy<sup>41</sup>. A tal proposito, Romano (2000) afferma che la reazione del mercato ai negoziati è positiva e ciò è un segnale di alta qualità del board: poiché il management si rivela reattivo alle preoccupazioni dell'azionariato, il mercato valuta positivamente la qualità della gestione, e gli organi di amministrazione della società si rivelano meno inclini all'autoreferenzialità e più propensi al miglioramento delle performance. Al contrario, l'incapacità di negoziare non fornisce nuove informazioni ai potenziali investitori, in quanto essi avevano già intuito che la gestione delle imprese target fosse di bassa qualità e di conseguenza non si aspettano risposte positive in seguito a nuovi tentativi di negoziazione. Inoltre, Karpoff (2001) si domanda se le negoziazioni producano risultati differenti rispetto alle proposte degli azionisti: ciò che risulta è che le proposte hanno impatti trascurabili sui valori azionari e sui guadagni delle società, mentre i negoziati sono associati ad aumenti di valore delle azioni. L'autore suggerisce che ciò è dovuto al fatto che gli accordi negoziati comportano una maggiore attenzione da parte del management e quindi maggiore influenza sulle operazioni delle imprese target rispetto alle shareholder proposals. D'altro canto, stabilire un chiaro legame consequenziale tra l'attivismo low-cost e i cambiamenti nella governance può risultare complicato: queste nuove relazioni potrebbero essere anche causate da eventi completamente estranei all'attivismo e l'evidenza empirica offre notevoli discrepanze di risultati tra i diversi autori, con studi che trovano reazioni del mercato negative e altri studi positive<sup>42</sup>. Ciò che accomuna la maggior parte della letteratura economica (e che risulta più logico pensare), è che sia le proposte degli azionisti che le negoziazioni abbiano come fine principale l'incremento dell'efficienza del management; per questo, le performance negative dei campioni analizzati nei diversi intervalli di tempo, possono essere spiegate come una reazione del mercato alle precedenti convinzioni di bassa qualità gestionale o altri fattori esogeni (Romano, 2000).

### **2.2.3 Hedge Fund Activism**

Accanto agli investitori istituzionali tradizionali, i fondi di private equity e gli hedge fund sono due tra i maggiori player nell'ambito dell'attivismo. Ma se i fondi di private equity cercano il controllo della società, realizzando acquisizioni concordate con la proprietà

---

<sup>41</sup> Col termine proxy si fa riferimento a un soggetto con un mandato di agenzia, il quale riceve un'autorizzazione firmata (*proxy statement*) a votare in assemblea per conto di un certo azionista.

<sup>42</sup> Croci E., (2011), "*Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*", pp. 34-35, FrancoAngeli

dell'azienda, gli hedge fund pongono in essere diverse tattiche per influenzare le decisioni e raramente realizzano takeover. Brav et al. (2009) definiscono l'attivismo degli hedge fund come “*un nuovo meccanismo di corporate governance che apporta cambiamenti operazionali e finanziari a una società*”: potrebbe quindi essere inteso come una semplice variante di shareholder activism. Ma nella pratica, grazie alla maggiore libertà operativa di cui godono, gli hedge fund riescono a influenzare in modo più profondo l'andamento degli enti di cui sono azionisti.

Nel paragrafo 1.7.2.2 si è parlato delle strategie *event driven*, ossia gli stili gestionali dei fondi hedge che sfruttano eventi di finanza straordinaria per realizzare dei capital gain, ed è proprio a questa categoria che appartengono gli hedge fund attivisti. Da un lato, la maggior parte dei fondi hedge che adotta altre strategie agisce in modo analogo ai fondi comuni d'investimento, al fine di ottenere un'adeguata diversificazione. Dall'altro, i fondi speculativi attivisti detengono in portafoglio un numero contenuto di posizioni, ma l'entità delle partecipazioni è talmente significativa da incentivare il monitoraggio sul management (rendendo loro impossibile il *free-riding*<sup>43</sup>). Il controllo sulla gestione può trasformarsi in campagne attiviste ed è proprio a causa delle caratteristiche di queste operazioni e della consistenza dell'investimento che i gestori di questo tipo di fondi vincolano lo smobilizzo dei capitali. In assenza di queste clausole<sup>44</sup>, i risparmiatori potrebbero richiedere il riscatto dei propri investimenti prima che la campagna attivista abbia generato i benefici attesi dai manager del fondo hedge; essi si vedrebbero costretti a liquidare in anticipo le posizioni, riducendo l'interesse a impegnarsi in lunghe e costose operazioni. Inoltre, il sistema di remunerazione utilizzato dagli hedge fund, basato in parte sugli extra-rendimenti, potrebbe incentivare i gestori a intraprendere iniziative che genererebbero elevati guadagni assumendo elevati rischi: nonostante ciò, la maggior parte degli hedge fund attivisti tende a intraprendere campagne tramite cui realizzare profitti nel modo più efficiente e meno rischioso possibile (Brav et al., 2009). Perciò, come notato anche da Clifford (2008), gli hedge fund possiedono una sintesi di incentivi, struttura organizzativa e minori restrizioni legali che li rende particolarmente adatti all'attivismo, in misura maggiore rispetto a mutual funds o fondi pensione.

---

<sup>43</sup> Fenomeno attraverso il quale un azionista sobbarca i costi di monitoraggio del management, nella convinzione che gli altri shareholder svolgano questo costoso onere.

<sup>44</sup> La durata varia in relazione agli obiettivi del fondo. Le clausole possono essere valide per uno, due anni o anche fino a dieci. Anche successivamente, potrebbero esserci delle restrizioni (*gates*) per gli investitori intenzionati a uscire dal fondo, i quali dovrebbero dilazionare il ritiro dei capitali investiti. Croci E., (2011), “*Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*”, p. 110, FrancoAngeli

Il tipo di attivismo utilizzato dagli hedge fund è, come anticipato nella sezione 2.2, high cost, vale a dire attivismo che origina dalla detenzione di più del 5% delle azioni di una società. Le operazioni in questione risultano costose poiché, come notato da Kahan e Rock (2007), vengono pianificate in modo strategico ed ex-ante, configurandosi come più offensive rispetto alle proposte di risoluzione e ai negoziati. La società bersaglio viene preventivamente identificata e i manager cercano di capire se essa possa beneficiare dall'attivismo: solo successivamente decidono se acquisire quote della società o se mutare la propria ragione d'investimento da passiva ad attiva. Se quindi l'attivismo low-cost, nella maggior parte dei casi, viene posto in essere quando il soggetto che lo attua è già shareholder della società, con l'attivismo high-cost e offensivo il soggetto, nella fase pre-attivismo, non possiede azioni o comunque non detiene una quota rilevante ai fini di una campagna attivista. Armour e Cheffins (2009) affermano che gli hedge fund che intraprendono strategie offensive possono essere inquadrati nell'ambito del *value investing*, ossia una tecnica d'investimento che si basa sull'identificazione di società sottovalutate tramite un approccio fondamentale<sup>45</sup> ai valori di bilancio. Nelle parole degli autori, i manager dei fondi hedge attivisti non corrispondono alle figure di esperti in finanza quantitativa, bensì sono spesso ex analisti di banche d'investimento o ricercatori che cercano di interpretare correttamente gli aspetti patrimoniali ed economici del bilancio. Nella categoria del value investing è assimilabile anche il modus operandi di Warren Buffett<sup>46</sup>, uno dei fautori di questo approccio e fondatore della Berkshire-Hathaway, società d'investimento quotata sul NYSE<sup>47</sup>. Ma se il suo approccio è quello di identificare azioni il cui valore intrinseco<sup>48</sup> si discosta dall'attuale prezzo azionario, le strategie degli hedge fund attivisti risultano molto più aggressive e cercano di apportare radicali cambiamenti strategici e finanziari. Come riportato da Armour e Cheffins (2009), Buffet disdegna questo stile d'investimento così offensivo e, riferendosi alle popolari operazioni attuate dai cosiddetti *corporate raiders* (collegati spesso a hedge fund attivisti) degli anni '80, affermò che: “*Non stanno creando valore, lo stanno trasferendo dalla società agli shareholders*”. Nonostante ciò, Holderness e Sheenan (1985),

---

<sup>45</sup> Approccio che considera le caratteristiche intrinseche e i fattori esogeni del titolo soggetto ad analisi. Viene valutato il rendimento futuro del titolo, basato sulla conoscenza approfondita della situazione economica della società che lo ha emesso. [http://www.treccani.it/enciclopedia/analisi-finanziaria\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/analisi-finanziaria_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<sup>46</sup> Soprannominato “l'oracolo di Omaha”, è ritenuto uno dei più grandi investitori di tutti i tempi. Secondo il suo approccio d'investimento, una posizione potrebbe essere anche “*mantenuta per sempre*”, come dimostrano i suoi longevi investimenti in diverse imprese assicurative o società come Coca-Cola. Baldwin A., (2015), “*Heroes & Villains of Finance: the 50 most colorful characters in the history of Finance*”, pp. 186-189 Wiley

<sup>47</sup> New York Stock Exchange, la più grande borsa valori al mondo per volume di scambi.

<sup>48</sup> È il valore risultante dall'analisi fondamentale, inteso come valore attuale netto dei flussi di cassa attesi dai dividendi sulla base delle attuali informazioni disponibili (Lee et al., 2002).

studiando 6 investitori appellati come raiders dalla stampa dell'epoca, concludono affermando che l'ipotesi di raiding fosse inconsistente, in quanto avevano documentato un'effettiva creazione di shareholder value. Per questo motivo si potrebbe pensare che, tramite campagne attiviste, gli investitori ritenuti corporate raiders possano essere dei buoni manager societari. Ed effettivamente, Croci (2007), riprendendo lo studio sopracitato, afferma che, al netto di casi di cocenti sconfitte, l'attivismo dei raiders abbia avuto successo, considerando anche l'entità degli investimenti in queste società che li porta a monitorare assiduamente il management. Ma l'evidenza di lungo periodo ha mostrato che tali investitori ottengono profitti anomali solo quando non interferiscono con la gestione della società; in caso contrario, i cambiamenti proposti risultano inefficaci e non portano a miglioramenti delle performance. Nel complesso, nonostante l'inconsistenza dell'ipotesi di raiding, questi risultati sottolineano che interventi eccessivamente offensivi non portano a generare valore per gli investitori. I comportamenti tipici dei raiders vengono spesso adottati anche in caso di tentativi di OPA ostile; in questo caso, le azioni aggressive intraprese dai fondi hedge sono finalizzate all'acquisizione del controllo societario<sup>49</sup>.

#### 2.2.4 Proxy Fights

Le forme di attivismo a basso costo raramente ottengono il successo desiderato dagli attivisti. Per questo motivo, dopo un approccio inizialmente amichevole, molte campagne attiviste vengono convogliate verso comportamenti decisamente più ostili nei confronti del board. Nelle grandi imprese, la proprietà e il controllo sono separati. Gli azionisti eleggono il Consiglio di Amministrazione, il quale dovrebbe vigilare sul management della società. Ma in caso di inadeguatezza del management o del CdA, i piccoli azionisti e gli investitori attivisti possono accordarsi per cercare di reindirizzare le sorti dell'azienda. In altri casi, soggetti con ingenti quantità di capitale a disposizione possono tentare l'acquisizione della società target. Esistono quindi tre vie per attuare questi obiettivi<sup>50</sup>: una *proxy fight* finalizzata all'elezione di un nuovo CdA, il quale a sua volta elegge i nuovi manager, un *takeover* ostile finalizzato all'acquisizione della società, o un *leveraged buyout*<sup>51</sup> effettuato da un gruppo privato di investitori. Queste operazioni risultano molto costose e rientrano nell'ambito dell'attivismo high cost.

---

<sup>49</sup> Per l'analisi dei takeover si rimanda alla sezione 2.2.5.

<sup>50</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., (2015), "Principi di Finanza Aziendale", p. 730, McGraw Hill Education.

<sup>51</sup> Acquisizione di un'impresa finanziata prevalentemente da debiti garantiti dalla stessa impresa acquisita. Questi debiti risultano essere *junk* (spazzatura) e le azioni dell'impresa acquisita vengono ritirate dalla Borsa.

Gantchev (2011) si discosta dalle definizioni di shareholder activism precedentemente fornite; precedentemente venivano considerate le possibili continue risposte del management, ma l'attivismo non veniva inteso (come viene fatto da Gantchev) come un processo sequenziale di tattiche diverse. Una di queste fasi del processo prevede una "battaglia" da parte degli shareholder attivisti messa in atto attraverso un numero di deleghe di voto<sup>52</sup> sufficiente ad avere la maggioranza in assemblea. Nel sistema normativo italiano, gli azionisti possono partecipare all'assemblea sia personalmente che tramite rappresentante (ex art. 2372 comma 1 cc). La delega deve essere conferita per iscritto ed è sempre revocabile<sup>53</sup>. Questo istituto agevola il raggiungimento delle maggioranze assembleari, soprattutto in caso di società con un gran numero di azionisti. Ed è proprio su questo aspetto che poggiano le proxy fights: l'attivista cerca di convincere altri azionisti a usare le loro deleghe di voto (*proxy vote*) per apportare cambiamenti al management, nel caso in cui i membri del board si rifiutino di ascoltare le risoluzioni o i negoziati proposti. Un attivista potrebbe anche richiedere un posto nel consiglio prima di intraprendere una costosa battaglia per deleghe, ma nella maggior parte dei casi questa possibilità viene negata. In questa circostanza, gli azionisti scontenti della gestione possono quindi cercare di avviare una campagna finalizzata a far eleggere nel board alcuni candidati più ricettivi alle modifiche proposte dagli azionisti. Faleye (2004) nota che le imprese soggette a proxy fights o a minacce di takeover detengono il 23% in più di disponibilità liquide rispetto a imprese simili. Questo è dovuto al fatto che l'eccesso di liquidità è fonte di importanti problemi di agenzia<sup>54</sup>, il che porta a un tentativo di reindirizzamento della gestione verso un efficiente utilizzo del denaro. L'autore nota che i valori di cassa diminuiscono significativamente in seguito a una proxy fight: questo cambiamento non viene attribuito a un impiego più efficace delle risorse, ma ad un aumento delle distribuzioni di liquidità agli azionisti, affermando quanto le lotte per deleghe possano essere efficaci nel trattare i problemi di agenzia. In altri casi, una battaglia per le deleghe può essere finalizzata alla fusione di due imprese: i sostenitori della fusione possono ritenere che un nuovo board possa essere in grado di apprezzare meglio i

---

<sup>52</sup> Conferimento del potere di rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto in assemblea. La delega deve indicare data, nome del delegato, le istruzioni di voto e la sottoscrizione del delegante.

<sup>53</sup> Campobasso G. F., (2015), "*Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*", p. 325 e ss, Utet Giuridica

<sup>54</sup> Si hanno problemi di agenzia nel caso in cui una o più persone (principale) deleghino altri soggetti (agenti) a ricoprire per loro conto una data mansione. Questi problemi possono avere natura precontrattuale (*adverse selection*) o postcontrattuale (*moral hazard*) (Jensen e Meckling, 1976).

vantaggi derivanti dall'integrazione fra due imprese e procedono alla raccolta delle deleghe per eleggere i propri candidati al CdA<sup>55</sup>.

Le proxy fight sono molto difficili da vincere per gli attivisti. Se il management può avere a disposizione fondi e canali di comunicazione in dotazione della società, gli azionisti dissidenti che intraprendono una battaglia di questo tipo devono utilizzare il proprio denaro. D'altro canto, quando una proxy fight va a buon fine, essa risulta avere il maggior tasso di successo rispetto alle altre strategie di attivismo in termini di implementazione della proposta, ma è anche quella che richiede i maggiori sforzi economici; per questo, viene utilizzata solo qualora gli altri approcci di confronto abbiano fallito (Gantchev, 2011). Anche nell'analisi effettuata da Brav et al. (2008a) su un campione di eventi attivisti dal 2001 al 2006, si può notare che le tattiche legate alle deleghe di voto costituiscono una minoranza degli eventi analizzati, con quasi metà dei casi che fanno riferimento a eventi di trattative e proposte amichevoli. Solo in seguito al mancato accoglimento di risoluzioni e negoziati, si è proceduto a operazioni di proxy fight e in minima parte a takeover.

### **2.2.5 Takeover**

Per l'attivista, l'alternativa a una proxy fight consiste in un tentativo di acquisizione dell'impresa target, effettuando un'offerta pubblica di acquisto direttamente agli azionisti della stessa. In caso di successo, la nuova proprietà potrà effettuare tutti i cambiamenti dirigenziali necessari a conseguire i propri obiettivi.

Un'OPA può essere consensuale se l'azienda obiettivo si esprime favorevole alla proposta, oppure ostile quando il CdA si esprime contrario alla scalata. Nel sistema normativo italiano è prevista anche l'OPA successiva totalitaria (obbligatoria), nel caso in cui una partecipazione superi il 30% delle azioni con diritto di voto: l'acquirente deve proporre l'acquisto della totalità dei titoli ancora in circolazione e, secondo la passivity rule (ex art. 106 TUF), la società target non può porre in essere misure difensive per limitare offerte e scalate esterne. L'istituto della passivity rule non è invece previsto nella normativa statunitense. Ciò rende più aggressive le battaglie per il controllo societario, dal momento che il management può tutelarsi maggiormente utilizzando varie tattiche anti-takeover. Nel caso di scalata ostile, il gruppo di controllo non è disposto a cedere la sua partecipazione, la quale risulta comunque non di maggioranza: chi intende realizzare il takeover procede quindi

---

<sup>55</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., (2015), *“Principi di Finanza Aziendale”*, pp. 730-731, McGraw Hill Education.

a un massiccio acquisto di azioni in Borsa fino a raggiungere la maggioranza cercata<sup>56</sup>. Se prima della legge 149/1992 lo scalatore poteva diluire queste operazioni, acquistando azioni gradualmente fino alla partecipazione desiderata e senza alcuna comunicazione, nell'attuale disciplina del TUF un azionista deve comunicare alla Consob e alla società partecipata la detenzione di partecipazioni rilevanti in una società, qualora esse superino il 3% (5% in caso di piccole e medie imprese) delle azioni con diritto di voto (ex art. 120 TUF). Nella disciplina statunitense invece, tale soglia è fissata al 5% e la comunicazione è da effettuare alla SEC<sup>57</sup>. Andrade et al. (2001) notano che nelle acquisizioni tante imprese acquisite sembrano perdere valore e che i venditori ottengono risultati migliori rispetto ai compratori. Una delle possibili risposte al calo di valore dell'impresa soggetta a takeover sembra risiedere in aspetti comportamentali, in quanto i manager nominati dalle imprese acquirenti potrebbero rivelarsi inefficienti tanto quanto gli ex manager dell'impresa obiettivo. D'altro canto, il valore dell'impresa potrebbe diminuire semplicemente perché, dal momento che l'acquisizione di un'impresa può avvenire anche in una fase di stagnazione, successivamente all'annuncio dell'operazione gli investitori potrebbero trarre la conclusione che il mercato non stia più crescendo e quindi il valore azionario del titolo diminuirebbe. Una possibile spiegazione ai maggiori rendimenti dei venditori rispetto ai compratori, potrebbe essere collegata invece alla concorrenza tra i potenziali acquirenti, solitamente di maggiori dimensioni rispetto all'impresa target. Come anticipato, spesso accade che il management dell'impresa obiettivo cerchi di contrastare il tentativo di acquisizione, nella speranza di dissuadere la scalata di eventuali acquirenti o nel tentativo di far migliorare le condizioni della proposta. Dopo la prima offerta, l'impresa target viene messa in gioco: i potenziali acquirenti rilanciano le offerte, superando l'offerta del precedente offerente e instaurando una sorta di asta al rialzo che trasferisce parte del beneficio netto dell'acquisizione verso l'impresa target. Alcuni di questi partecipanti all'asta possono configurarsi come cavalieri bianchi<sup>58</sup>, ossia potenziali acquirenti amichevoli cercati dall'impresa minacciata di acquisizione ostile. Un'offerta pubblica di acquisto potrebbe mettere in difficoltà gli azionisti della società, in quanto potrebbero sia aspettare un'offerta migliore, sia vendere sul mercato le proprie quote. Questa

---

<sup>56</sup> Campobasso G. F., (2015), “*Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*”, p. 249 e ss, Utet Giuridica

<sup>57</sup> Si rimanda al paragrafo 3.2 per l'approfondimento della soglia rilevante negli USA.

<sup>58</sup> Modifiche degli statuti societari per difendersi dalle scalate ostili. Tra le principali misure si ricordano poison pills e supermajority amendments, citate nel paragrafo 2.2.1.

situazione rappresenta un'opportunità per gli hedge fund, i quali acquistano le azioni dell'impresa target e si assumono il rischio che la transazione non vada a buon fine<sup>59</sup>.

Nella legislazione europea, gli azionisti delle società quotate possono richiedere agli amministratori la convocazione di un'assemblea straordinaria<sup>60</sup> per far rimuovere i consiglieri inefficienti. Negli Stati Uniti invece, salvo disposizioni statuarie specifiche delle società in questione, le assemblee straordinarie non sono previste. Ciò si configura come incentivo per gli attivisti che vogliono intraprendere un takeover, nei casi in cui le proxy fight non vadano a buon fine. Inoltre, nelle società americane che utilizzano i cosiddetti staggered boards, la rimozione dei consiglieri risulta molto difficoltosa, poiché gli amministratori ricevono mandati di durata differente e non tutto il board viene rinnovato nello stesso momento. Per cui, anche in caso di successo del takeover, la nuova proprietà potrebbe avere una maggioranza di consiglieri nominata dalla vecchia gestione.

### 2.3 Caratteristiche delle società target

Dopo aver analizzato le tattiche low e high cost, è opportuno analizzare quali situazioni aziendali sono preferite dagli hedge funds nella scelta delle società target. Come anticipato nel paragrafo 2.2.3, l'attivismo dei fondi hedge tende ad essere strategico ed ex-ante ed essi ricercano specifiche condizioni e valori per realizzare rendimenti nel modo più efficiente ed efficace possibile. In uno studio di ricerca su vari decenni di attivismo, Denes et al. (2017) hanno evidenziato le caratteristiche che storicamente sono risultate le più apprezzate dai fondi speculativi:

- quotazione del titolo tendenzialmente inferiore al proprio valore intrinseco, il che confermerebbe l'ipotesi di utilizzo da parte dei fondi hedge attivisti di strategie basate sul value investing avanzata da Armour e Cheffins (2009);
- valori di Price to Book Value tendenzialmente contenuti. Il PTBV è un indice dato dal rapporto tra  $\frac{\text{capitalizzazione di mercato dell'azione}}{\text{valore dell'azione iscritto a bilancio}}$  ed è tipicamente usato per valutare la percezione del mercato al valore di una determinata azione. Un valore contenuto (inferiore a 1) esprime che l'azione è temporaneamente sottovalutata;

---

<sup>59</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., (2015), “*Principi di Finanza Aziendale*”, p. 743, McGraw Hill Education.

<sup>60</sup> L'assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dello statuto, sulla nomina, sulla sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su ogni altra materia espressamente attribuita dalla legge alla sua competenza. Art. 2365 comma 1 cc.

- ROA, dato dal rapporto tra  $\frac{EBIT}{Totale\ Attivo}$ , e ROE, dato dal rapporto tra  $\frac{reddito\ netto}{mezzi\ propri}$ , elevati. Ciò evidenzia che gli hedge fund attivisti prediligono società con buona redditività, nonostante le performance sottovalutate del titolo azionario;
- livelli di leverage, dato dal rapporto tra  $\frac{capitale\ proprio + capitale\ di\ terzi}{capitale\ proprio}$ , tendenzialmente più alti della media, ad indicare la preferenza verso imprese con un rapporto di indebitamento leggermente elevato;
- imprese di dimensioni contenute, con business diversificati e con presenza di investitori istituzionali. Ciò porta a diverse conclusioni: innanzitutto la maggiore diversificazione della società target permette di vendere le divisioni che non sono ritenute parte del core-business aziendale; inoltre, la presenza di altri investitori di grandi dimensioni in società di dimensioni contenute è un vantaggio per l'attivista che cerca coesione nelle proposte al management. Brav et al. (2008a) notano che le imprese che effettuano investimenti al di fuori del core-business aziendale sono soggette a inefficienze; ciò rappresenta un'opportunità per gli hedge fund. Essi non possiedono conoscenze specifiche per ogni tipo di industria, ma incanalando gli sforzi del management dell'impresa target verso una sola area competitiva, potrebbero sia aiutare la gestione ad essere efficace su pochi business e ad allocare il capitale in modo migliore, sia ridurre i costi legati al monitoraggio della direzione societaria;
- imprese con livelli di payout ratio, dato dal rapporto tra  $\frac{dividendi\ distribuiti}{utili\ netti}$  che indica la percentuale di utile netto distribuita agli azionisti, contenuti, spese in ricerca e sviluppo tendenzialmente uguali a imprese confrontabili, ma con elevati livelli di cash flows. Queste caratteristiche suggeriscono che gli hedge fund saranno più propensi a chiedere al management aumenti di distribuzioni di utili piuttosto che richiedere un maggior sforzo nelle spese di ricerca e sviluppo: le azioni di attivismo, in questo caso, non sono dirette a modificare la linea d'investimento dell'azienda verso situazioni in cui il management correrebbe il rischio di scegliere progetti a VAN negativo, ma sono dirette a risolvere il problema di agenzia tra manager e azionisti. Boyson e Mooradian (2007) affermano che queste operazioni sono tipiche degli hedge fund attivisti, i quali ricercano società *cash cow*<sup>61</sup> con poco potenziale di

---

<sup>61</sup> Nella matrice ideata dal Boston Consulting Group, si tratta di aziende che garantiscono elevati flussi di cassa con pochi investimenti in nuove tecnologie e con un alto margine di profitto. Raimondi M., (2005), "Marketing del prodotto-servizio", p. 376, Ulrico Hoepli Editore

crescita (elevati livelli di liquidità possono indurre nel pensiero dell'investitore una situazione in cui il management non riesca più a scegliere investimenti nei quali investire le risorse liquide) ma con elevate capacità di generare internamente cash flows;

- maggiore liquidità del titolo rispetto a imprese comparabili. Riprendendo Norli et al. (2015), Denes et al. (2017) affermano che la liquidità del titolo facilita l'accumulo delle azioni nelle fasi antecedenti la campagna attivista e permette di aumentare il rendimento dell'attivismo.

Dalle evidenze empiriche riportate, si può intuire che i fondi hedge non ricerchino società in condizioni disperate e aziende in crisi, ma cercano di individuare situazioni tramite cui massimizzare la probabilità di successo e ridurre il rischio legato all'investimento: essi cercano metodi per sfruttare le inefficienze gestionali e del mercato per ottenere buoni rendimenti e sovra-performare rispetto alla media.

#### **2.4 Effetti sul valore della società target a seconda delle strategie**

Se parte della letteratura economica sostiene che le azioni iniziate dagli shareholder non siano correlate a modifiche di valore delle società target, altre evidenze sostengono una relazione delle reazioni dei prezzi azionari all'annuncio di operazioni di attivismo.

In particolare, Denes et al. (2017) analizzano le varie tipologie di attivismo low e high cost e notano diverse reazioni a seconda delle strategie utilizzate (figura 2). Nel breve periodo, le campagne tipiche dell'attivismo low cost sono associate a piccole o trascurabili variazioni di valore dell'impresa target. All'altro estremo, l'annuncio di scalate societarie provoca notevoli cambiamenti nella valutazione dell'impresa, con risultati che si attestano in media al 15.3%. Tra questi due estremi, si collocano le azioni che sono tipicamente legate alla detenzione di blocchi importanti azionari, ossia l'attivismo degli hedge fund e le proxy fights, le quali sono associate a effetti di variazione di valutazione rispettivamente del 5.0% e del 6.8%. Questo rendimento anomalo all'annuncio dell'ingresso nella società fa presupporre che gli investitori si aspettino dei benefici generali per l'impresa in seguito alle campagne attiviste. Ma la reazione di breve periodo del mercato è solamente il riflesso delle aspettative degli investitori e le variazioni sottostimano il vero valore dell'attivismo in caso di successo; se il mercato incorporasse immediatamente tutti i benefici attesi, non avrebbe senso per i blockholders impegnarsi nel sopportare gli oneri e i costi collegati alle operazioni di attivismo. Come sottolineano Brav et al. (2008a), i prezzi di mercato riflettono la

probabilità che gli attivisti proseguano le loro campagne e non l'intero beneficio previsto dall'attivismo. I risultati di breve periodo evidenziati confermano quanto specificato nelle precedenti sezioni, ossia che le forme di attivismo ostili verso il management provocano variazioni più significative rispetto alle forme più amichevoli.

Nel lungo periodo, le variazioni di valore sono collegate all'incidenza delle modifiche apportate tramite le azioni di attivismo. Denes et al. (2017) notano che, a differenza delle azioni low-cost di attivismo, le tattiche utilizzate dagli hedge fund sono molto più incisive nei cambiamenti delle variabili di redditività, variabili operative e misure di governance. Anche nel caso di proposte amichevoli, gli hedge fund riescono ad avere un successo significativamente maggiore rispetto alla situazione pre-attivismo, dovuta alla maggiore ricettività del management all'azionariato rispetto ai casi di strategie poco ostili. I risultati suggeriscono che l'attivismo low cost degli shareholder spinge spesso le imprese ad adottare cambiamenti specifici ma limitati nelle loro regole di governance, come l'adozione di votazioni riservate o modifiche delle disposizioni riguardo alle poison pills. Gli sforzi degli attivisti a volte precedono e possono contribuire a riorganizzazioni societarie come ristrutturazioni, cessioni o acquisizioni. L'evidenza più marcata è collegata però alle azioni degli hedge fund, i quali risultano più persuasivi nei cambiamenti riguardo le distribuzioni di utili, turnover nella composizione e nelle misure di monitoraggio del board. Le performance di lungo periodo, analizzate da Brav et al. (2008a), confermano l'effetto positivo degli hedge fund sulle aziende soggette a campagne attiviste: i rendimenti annualizzati medi sono positivi, mediamente +14,3% dal momento dell'ingresso al momento dell'uscita del fondo dalla società rispetto a un paniere di titoli di simili dimensioni. Inoltre, gli autori notano una reazione negativa del mercato al momento dell'uscita del fondo dall'azionariato, nel caso in cui gli obiettivi non siano stati portati a termine.

I risultati mostrano che le risposte del mercato sono differenti a seconda della strategia adottata: quando l'attivista non possiede un sostanziale pacchetto azionario, e di conseguenza è impossibilitato ad avviare campagne ostili high cost, le operazioni di shareholder activism sono sostanzialmente inefficaci. Al contrario, gli attivisti che investono in modo consistente nella società target con blocchi azionari notevoli, tendono ad avere un impatto più incisivo tramite le loro campagne ad alto costo e risultano ottenere migliori performance e rendimenti anomali più marcati rispetto alle strategie low cost.

Nel complesso, un approccio ostile nei confronti del management non preclude la creazione di valore per gli azionisti. L'evidenza empirica segnala invece che è proprio dal confronto con gli attivisti che gli shareholder in generale traggono i maggiori benefici. Risulta quindi

inconsistente l'ipotesi avanzata da alcuni studiosi secondo cui l'attivismo degli hedge fund, tipici blockholders, possa distruggere valore per gli azionisti<sup>62</sup>.

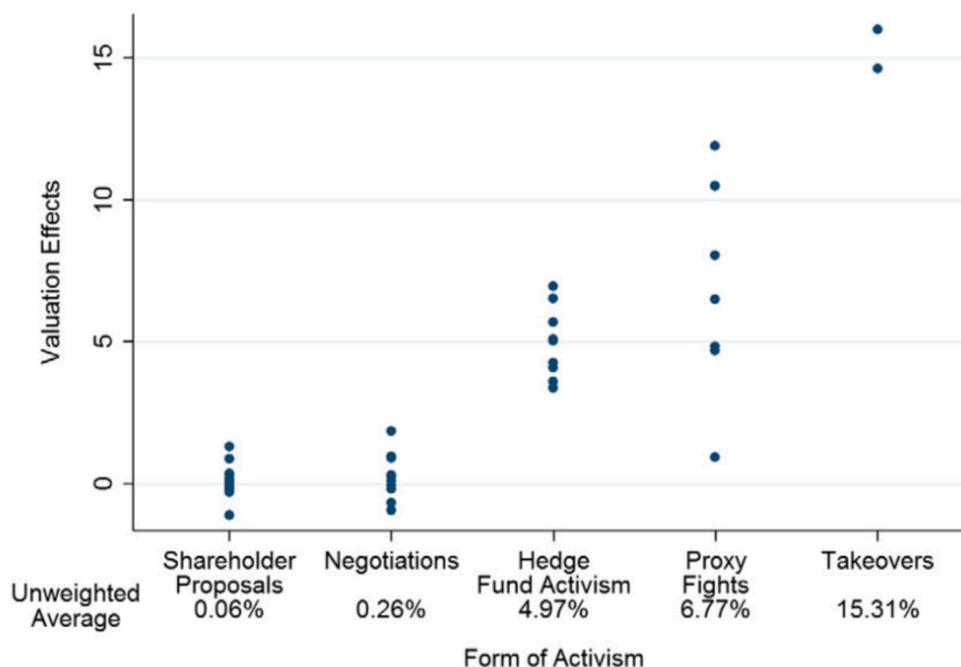


Figura 2. Variazione dei prezzi azionari nel breve periodo per tipologia di shareholder activism e percentuale di partecipazione detenuta nell'impresa target. Fonte: Denes M. R., Karpoff J. M., McWilliams V. B., (2017), "Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research", Journal of Corporate Finance

## 2.5 Struttura organizzativa di un fondo hedge che adotta una gestione attiva

La struttura organizzativa tipica dei fondi speculativi analizzata nel paragrafo 1.4 è ravvisabile anche nel caso di fondi hedge a gestione attiva e ciò, insieme agli incentivi remunerativi e lacune di tipo legale, li rende particolarmente adatti all'attivismo. Al contempo, vari studi riportano caratteristiche distintive degli attivisti per quanto concerne le clausole inserite nei contratti proposti agli investitori e la durata degli investimenti nelle società.

Clifford (2008) esamina un campione di hedge fund attivisti nel periodo 1998-2005 per capire se alcune variabili organizzative siano statisticamente correlate e se risultino peculiari in caso di gestione attiva delle partecipazioni societarie. L'autore offre importanti

<sup>62</sup> Croci E., (2011), "Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund", pp. 124-125, FrancoAngeli

indicazioni riguardo il periodo di preavviso che gli investitori sono tenuti a rispettare nel notificare lo smobilizzo dei propri capitali dal fondo. Risulta più probabile che l'attivismo avvenga in fondi che abbiano periodi di lock-up e di preavviso più lunghi, ossia è necessario che gli investitori abbiano una domanda di liquidità inferiore rispetto a investitori di fondi che adottano strategie differenti. I fondi hedge attivisti, inoltre, hanno meno probabilità di usare leva finanziaria rispetto a fondi confrontabili, mentre non risultano differenze significative nel sistema di remunerazione dei gestori (in riferimento a commissioni di gestione e di incentivo).

Per quanto riguarda la durata dell'investimento, Brav et al. (2008a) stimano una durata mediana dell'investimento nella campagna attivista di circa 566 giorni, con un quarto delle osservazioni che si posizionano oltre i 1000 giorni. Risultano perciò di difficile plausibilità le ipotesi che identificano gli hedge fund a gestione attiva nella categoria degli investitori a breve termine.

Brav et al. (2008a) notano anche che il valore monetario dell'investimento nelle quote societarie è al di sotto di livelli che porterebbero al controllo dell'impresa target: gli autori concludono affermando che gli hedge fund sono più interessati a facilitare cambiamenti che portino a una creazione di valore per gli shareholder piuttosto che a prendere in mano la gestione dell'impresa target, come può avvenire nel caso di strategie legate al venture capitalist. Difatti, come evidenziato nella sezione 2.3, le società in cui investono gli hedge fund attivisti sono caratterizzate da valori che non rispecchiano situazioni da sfruttare per realizzare un colpo sensazionale e che possano portare a ingenti profitti: al contrario, essi ricercano situazioni nelle quali, seppur rimanendo soci di minoranza, possano far sentire le proprie motivazioni a realizzare mutamenti manageriali senza assumersi elevati rischi.

## **2.6 Conclusioni**

I problemi di agenzia che caratterizzano le società per azioni sono fonte di notevoli contrasti tra management ed azionariato. Per questo motivo, gli azionisti contrari alle scelte del board possono intraprendere delle campagne attiviste volte alla correzione della direzione societaria. A tal fine, la buona corporate governance viene utilizzata come mezzo per creare valore e non come scopo delle operazioni di attivismo.

Le campagne hanno natura low cost e high cost, e sono iniziate rimanendo tendenzialmente soci di minoranza; solo in casi estremi si ricorre a all'acquisizione dell'azienda target tramite takeover. Karpoff (2001) definisce una campagna attivista di successo quando essa porta a:

un aumento di valore delle azioni, un aumento delle performance operative, modifiche gestionali o ristrutturazioni societarie, se vengono presi provvedimenti in seguito alla pressione causata dagli shareholder attivisti e se, nella fase post attivismo, una proposta degli azionisti viene accolta più facilmente.

Gli hedge fund, grazie alle loro caratteristiche peculiari, riescono ad essere i player più incisivi nei cambiamenti e sembrano creare valore per le società target. Inoltre, risulta di poca credibilità l'ipotesi secondo cui i fondi hedge siano investitori di breve termine, i cui interessi si contrapporrebbero agli azionisti con orizzonte d'investimento di medio-lungo periodo. Inoltre, i fondi speculativi ricercano alcune caratteristiche particolari nella scelta della società obiettivo, la quale deve godere di buona salute finanziaria ma può essere interessata da inefficienze gestionali e problemi di agenzia.

I lavori empirici mostrano una reazione positiva del mercato al momento dell'annuncio di una campagna attivista; ma le performance di breve termine possono essere fuorvianti, in quanto risulta necessario un impegno duraturo nelle azioni di attivismo affinché ci sia persistenza nei risultati. Secondo la letteratura analizzata, è più probabile il successo e il conseguimento degli obiettivi preposti in caso di attivismo ostile verso il management. Inoltre, nel lungo periodo gli hedge fund risultano gli attori più persuasivi nei confronti degli organi di amministrazione.

In ultima analisi, risulta importante specificare che gli hedge fund attivisti tendono a organizzarsi in modo da mitigare la necessità di liquidità per i propri investitori; in particolare, essi sono associati a periodi di lock-up e notifica più lunghi rispetto a fondi hedge non attivisti, il che implica che la forma organizzativa può rappresentare un fattore determinante ai fini del successo di una campagna.

## CAPITOLO 3: HEDGE FUND ACTIVISM E VALORE DELLE IMPRESE OBIETTIVO

### 3.1 Introduzione

Nel corso degli ultimi anni il fenomeno dello shareholder activism ha interessato in maniera crescente la letteratura economica, anche a causa dei notevoli risultati ottenuti dai maggiori player del settore. Gli hedge fund sono risultati essere tra i maggiori utilizzatori di questa strategia d'investimento e alcuni di essi si sono resi protagonisti di alcuni casi di cronaca in ambito finanziario. Noti sono i nomi di gestori del calibro di Bill Ackman, Carl Icahn o Paul Elliott Singer. Quest'ultimo è noto ai più, nella cronaca nazionale, anche per diverse acquisizioni di quote rilevanti in società italiane e per l'influenza che ha esercitato sul governo argentino nel caso dei cosiddetti "Tango Bond", obbligazioni di stato poi finite in default ma rimborsate al fondo gestito da Singer dopo una battaglia durata 15 anni<sup>63</sup>. Famoso anche il caso di vendita allo scoperto di titoli Herbalife da parte della Pershing Square Capital Management, seguita da una disputa verbale nel corso di un'intervista telefonica alla CNBC tra Carl Icahn e Bill Ackman, durante la quale quest'ultimo affermò che "Herbalife è uno schema piramidale ben gestito"<sup>64</sup>.

Le posizioni attiviste degli investitori americani possono essere note al pubblico grazie ad obblighi di disclosure. Questi, prevedono la comunicazione alla SEC in caso di acquisizione di quote societarie uguali o eccedenti il 5% delle azioni con diritto di voto in un'azienda. La sezione 3.2 tratterà degli obblighi di comunicazione all'ente americano e dei relativi Schedule 13D e 13G, ossia i documenti da depositare rispettivamente in caso di finalità attive o passive nella gestione della società. Nella stessa sezione verrà inoltre preso in considerazione un campione di 81 aziende target di alcuni tra i più famosi hedge fund attivisti. Saranno analizzate le caratteristiche ex-ante di queste società e i relativi effetti a breve, medio e lungo termine, per capire se esse abbiano o meno tratto beneficio dagli interventi di shareholder activism. In ultima analisi si cercherà di capire se anche i fondi in questione abbiano beneficiato da queste campagne, in quanto il sostentamento dei costi relativi a queste azioni viene sopportato integralmente dagli attivisti stessi.

---

<sup>63</sup> <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-elliott-management/>. Nell'articolo citato, il gestore del fondo Elliott viene definito dagli autori come "l'investitore più temuto del mondo".

<sup>64</sup> <https://www.cnbc.com/id/100408431>

### 3.2 Distinzione tra investitori attivi e passivi

Il quadro normativo è di fondamentale importanza per il successo di una strategia attivista, in particolare nel caso di obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti. Negli Stati Uniti la *disclosure* delle partecipazioni rilevanti in una società è da notificare nel caso di superamento della soglia azionaria del 5%. L'autorità di riferimento a cui comunicare le acquisizioni oltre tale limite è la Securities and Exchange Commission, ente federale predisposto alla regolamentazione degli scambi e alla vigilanza dei broker-dealer al fine di proteggere il pubblico degli investitori. L'agenzia fu istituita nel 1934 in seguito al Securities Exchange Act, il quale stabilisce che tutte le società quotate nelle borse valori statunitensi debbano attenersi alle norme stabilite dalla SEC. Tra i requisiti primari che una società quotata è tenuta a soddisfare sono compresi la registrazione dei titoli (modulo S-1), i requisiti di segnalazione periodica (sezione 13), i requisiti di delega (sezione 14) e le informazioni privilegiate e le disposizioni sugli utili a breve termine (sezione 16)<sup>65</sup>. La sezione 13 è quella più utile per identificare e distinguere gli investitori attivi dai passivi. Come indicato da Agarwal et al. (2013), le norme in materia di segnalazione periodica possono essere classificate in 3 categorie tra loro sovrapposte: Schedule 13D per grandi azionisti attivisti, Schedule 13G per grandi azionisti passivi e Form 13F per gli investitori istituzionali. Nel proseguo del capitolo verranno delineate le differenze tra Schedule 13D e 13G, mentre è sostanzialmente differente la funzione del Form 13F. Quest'ultimo è un documento che deve essere depositato dagli investitori istituzionali i quali hanno impieghi superiori ai 100 milioni di dollari nelle Section 13(f) Securities (azioni di società quotate, titoli obbligazionari convertibili e alcuni tipi di opzioni). I soggetti in questione sono tenuti a notificare alla SEC le proprie posizioni alla fine di ogni trimestre ed entro 45 giorni dalla fine del trimestre a cui si riferisce il Form 13F<sup>66</sup>. Il 13F è quindi riconducibile sia a investitori attivi che passivi e alcuni soggetti potrebbero tentare di replicare le strategie dei manager più abili, dal momento che la stampa finanziaria riporta spesso le operazioni dei fondi di maggior rilevanza. Il problema della replicazione delle strategie tramite le comunicazioni alla SEC consiste nel fatto che la maggior parte dei manager tende a ritardare il più possibile la compilazione del documento, proprio per evitare che alcuni avversari possano venire a conoscenza delle proprie intenzioni. Nel momento in cui gli investitori rivali osservano i 13F, essi potrebbero avere tra le mani documenti datati anche più di 4 mesi e potrebbe essere troppo tardi per

---

<sup>65</sup> Lhabitant F. S., (2006), "*Handbook of Hedge Funds*", p. 44, John Wiley & Sons Ltd

<sup>66</sup> Croci E., (2011), "*Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*", p. 113, FrancoAngeli

investire. Inoltre, Hu e Black (2007) ricordano che il 13F è obbligatorio solo per posizioni long e un fondo che utilizza prevalentemente lo short-selling come strategia potrebbe aver assunto una posizione lunga solo con scopi di copertura; ciò potrebbe quindi provocare intuizioni fuorvianti negli investitori interessati a replicare l'operazione e potrebbe rendere vani i loro investimenti. Becht et al. (2010) notano che a livello europeo non esiste un documento comparabile al Form 13F statunitense, né risulta presente l'obbligo di dichiarare il motivo della transazione e le intenzioni dell'acquirente, come invece è previsto dall'item 4 dello Schedule 13D.

Nella prossima sezione saranno evidenziate le principali differenze normative tra legislazione americana ed europea in tema di disclosure, mentre i sotto capitoli successivi interesseranno la trattazione del contenuto degli Schedule 13D e 13G. In ultima analisi, verrà delineato l'andamento del settore dell'attivismo tramite il numero di 13D e 13G depositati nel periodo 2010 – 2018.

### **3.2.1 Valore della soglia rilevante**

Sebbene la letteratura economica approfondisca in particolare gli eventi di attivismo negli USA, è importante ricordare che gli hedge fund americani pongono in essere anche campagne off-shore. Allo stesso modo, alcuni fondi speculativi domiciliati in territori non statunitensi perseguono le proprie strategie attiviste anche a livello internazionale. Dal momento che le campagne di shareholder activism assumono una connotazione sovranazionale, è necessario evidenziare le differenze riguardo le soglie di rilevanza delle disclosure tra Stati Uniti ed Europa.

A differenza degli USA, le società europee quotate spesso si caratterizzano per la presenza di un azionista di riferimento, detentore del 50% delle azioni con diritto di voto, e per la diffusione delle famiglie come azionisti di controllo. Ciò porta a problemi di agenzia differenti dagli event studies esaminati in ambito statunitense e riguardano principalmente la limitata possibilità di partecipare alla vita societaria e la mancanza di effettivo potere da parte degli azionisti di minoranza (La Porta et al., 1999): in questo contesto, un hedge fund attivista potrebbe essere strumentale a una maggiore tutela degli shareholder con partecipazioni meno rilevanti. I motivi che spiegano la relativa scarsità di studi sull'attivismo in Europa sono molteplici e concernono sia la minore diffusione di eventi di questo tipo, sia l'inadeguatezza dei dati reperibili. Se negli USA esistono vari database costruiti sulla base degli archivi elettronici della SEC, in Europa non esiste una banca dati dalla quale ottenere informazioni sulle disclosure di partecipazioni rilevanti in società quotate. Queste

informazioni sono rintracciabili a livello nazionale, ma con connotati che variano da paese a paese. La partecipazione rilevante, ossia la detenzione in capo ad un unico soggetto di una certa quota societaria, assume difatti valori di soglia eterogenei a livello comunitario. Se negli USA, come anticipato, la soglia rilevante oltre cui è obbligatorio dare comunicazione alla SEC è identificata nel 5% delle azioni con diritto di voto, in Italia<sup>67</sup>, Germania e Gran Bretagna tale soglia è del 3% mentre è generalmente del 5% nel resto dei paesi dell'Unione Europea, in Svizzera e Norvegia<sup>68</sup>. Inoltre, come notano Becht et al. (2010) la normativa europea impone all'acquirente di informare tempestivamente il mercato, ma non è previsto l'obbligo, come avviene negli USA, di dichiarare le intenzioni e gli obiettivi dell'investimento.

Per quanto riguarda l'assemblea straordinaria, al netto di alcune discrepanze a livello europeo sulle soglie necessarie alla richiesta della stessa, è prevista la possibilità di una sua convocazione. Negli Stati Uniti, invece, le società quotate possono inserire nel proprio statuto questa circostanza che però non risulta prevista dall'ordinamento normativo nazionale. È anche per questo motivo che gli eventi di shareholder activism sono più frequenti negli USA, in quanto le pressioni al management sono possibili solo tramite le campagne di attivismo analizzate nel capitolo 2 e tramite proposte di risoluzione da presentare all'assemblea ordinaria annuale. E nell'ambito delle campagne attiviste americane, è importante ricordare che la primissima fase è proprio quella in cui viene presentato lo Schedule 13D, che sarà analizzato nella prossima sezione, da chiunque abbia intenzione di influenzare attivamente la conduzione societaria (Gantchev, 2011).

### **3.2.2 Fondi attivi e Schedule 13D**

La *Section 13(d)* dell'*Exchange Act* del 1934 prevede che chiunque acquisti una quota azionaria uguale o superiore al 5% di qualunque classe di titoli in una società quotata su un mercato regolamentato, debba dare comunicazione del superamento di tale soglia alla Securities and Exchange Commission entro 10 giorni dall'acquisto, nel caso in cui l'acquirente abbia intenzione di influenzare attivamente la gestione della società in questione<sup>69</sup>. Il documento che l'investitore è tenuto a depositare prende il nome di *Schedule 13D* ed è un rapporto sulla proprietà effettiva di un soggetto in una certa società. Hu e Black

---

<sup>67</sup> Da comunicare alla Consob e alla società partecipata ex art. 120 TUF.

<sup>68</sup> Croci E., (2011), "*Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*", p. 158, FrancoAngeli

<sup>69</sup> <https://www.sec.gov/fast-answers/answerssched13htm.html>

(2007) precisano che il deposito di uno Schedule 13D avviene in caso di investitori attivi e il deposito presso la SEC dev'essere pressoché coincidente con la data di acquisto delle partecipazioni rilevanti. Gli autori riportano anche le categorie di strumenti finanziari diverse da azioni che risultano soggette a 13D, il quale comprende sia posizioni long che posizioni short: per posizioni lunghe sono compresi anche i derivati scambiati in mercati regolamentati mentre sono normalmente esenti dall'obbligo gli equity swaps<sup>70</sup> e i derivati scambiati su mercati OTC<sup>71</sup>. Per posizioni short si ha l'obbligo di registrazione solo per derivati scambiati in mercati regolamentati e un obbligo parziale per equity swaps, derivati OTC e posizioni corte su azioni. L'onere della presentazione del 13D spetta all'acquirente e non alla società partecipata, la quale viene informata della presenza del nuovo azionista una volta che la comunicazione viene depositata presso la SEC. Il documento ha lo scopo di fornire sia trasparenza al pubblico sia informazioni sul perché i nuovi azionisti abbiano assunto una partecipazione significativa nella società. Il modulo indica che potrebbe essere in atto un'operazione finalizzata a un cambio di controllo, come un takeover ostile o una proxy fight, e di conseguenza l'azionariato attuale può prendere decisioni di investimento e di voto in maniera più consapevole.

La sezione 13 del Securities Exchange Act prevede che lo Schedule 13D debba contenere una serie di elementi necessari al soddisfacimento dei requisiti di trasparenza imposti dalla SEC. Il primo articolo del documento richiede informazioni sul tipo di titoli acquistati e sul nome e indirizzo dell'emittente. Nel secondo articolo gli acquirenti devono fornire le proprie generalità e dichiarare qualsiasi condanna civile o penale negli ultimi 5 anni. Il terzo articolo richiede di specificare la provenienza del denaro investito, anche nel caso in cui sia stato preso in prestito. Il quarto articolo è il più importante e serve a sottolineare e a rendere evidente lo scopo della transazione: questa sezione avvisa gli investitori di qualsiasi possibile modifica incombente del controllo societario. Gli attivisti devono inoltre indicare se hanno intenzione di realizzare una fusione, una riorganizzazione societaria o una liquidazione della società emittente o di una delle sue controllate, come spesso può avvenire durante le campagne attiviste finalizzate a focalizzare sul core business gli sforzi aziendali. Il quinto articolo serve ad evidenziare il numero di azioni acquistate attraverso l'operazione e la

---

<sup>70</sup> È un contratto tra due soggetti che prevede lo scambio di flussi finanziari futuri, da un lato dei flussi a tasso fisso e dall'altro dei flussi a tasso variabile, che consente alle controparti di diversificare temporaneamente i propri ricavi, pur mantenendo le proprie attività originarie. Saunders A., Cornett M.M., Anolli M., Alemanni B., (2015), *“Economia degli intermediari finanziari”*, p. 290, McGraw Hill Education

<sup>71</sup> Mercato mobiliare non soggetto ad alcuna regolamentazione specifica relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso.

percentuale delle stesse sul totale delle azioni in circolazione. Nel sesto articolo l'acquirente deve descrivere i rapporti che intrattiene con la società target e nel settimo articolo l'acquirente deve indicare gli altri rapporti o transazioni passate con la società.

In caso di modifiche alle informazioni archiviate attraverso il 13D, gli attivisti sono tenuti a modificare il documento che risulterà ora archiviato come 13D/A e viene considerata sostanziale ogni modifica riguardante un aumento o una riduzione di almeno l'1% nella percentuale della classe di titoli detenuta dal beneficiario (Clifford, 2008).

### **3.2.3 Fondi passivi e Schedule 13G**

L'interesse a influenzare la gestione aziendale è la discriminante tra l'obbligo di inoltrare alla SEC uno *Schedule 13D* e il meno oneroso *Schedule 13G*. Lo *Schedule 13G* è simile al 13D e va compilato anch'esso quando si è superata la soglia del 5% nella partecipazione al capitale di una società quotata. La Rule 13d-1 del Securities Exchange Act precisa che, a differenza del 13D, il 13G va depositato solo nel caso in cui il soggetto non intenda prendere parte a nessuna attività legata alla gestione societaria, ossia se si è un "investitore passivo". Il termine investitore passivo indica uno shareholder che possiede una quota azionaria eccedente il 5% del capitale dell'azienda ma che certifichi che i titoli siano stati acquisiti o detenuti senza lo scopo di modificare o influenzare il controllo dell'emittente; allo stesso modo, l'acquirente è tenuto a dimostrare che i titoli non siano stati acquistati in connessione o in partecipazione a terzi con scopi di attivismo.

La compilazione del 13G è più corta e richiede meno informazioni rispetto al 13D. Questo documento ha tempi di deposito meno stringenti e dev'essere depositato entro 45 giorni dalla fine dell'anno solare nel quale l'investitore ha acquisito una quota compresa tra il 5% e il 10% delle partecipazioni nella società in questione, o entro 10 giorni dalla fine del mese in cui si è superato la soglia se si detiene più del 10%<sup>72</sup>. Qualsiasi investitore con una quota pari o superiore al 20% è tenuto automaticamente a presentare un 13D, indipendentemente da intenzioni di controllo attive o passive, in quanto l'entità della partecipazione presuppone un impegno rilevante nelle decisioni aziendali. Inoltre, qualora l'individuo voglia aggiornare le informazioni contenute nel documento depositato presso la SEC, è tenuto a modificarle entro 45 giorni dalla chiusura dell'anno civile e il documento sarà ora archiviato come 13G/A.

---

<sup>72</sup> Croci E., (2011), "Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund", pp. 112-113, FrancoAngeli

Hu e Black (2007) affermano che nel caso del 13G si ha l'obbligo di dichiarare le posizioni lunghe e corte su derivati scambiati in mercati regolamentati, mentre si ha l'obbligo di dichiarare solo le posizioni lunghe nel caso delle azioni. Gli equity swap e i derivati OTC, invece, non sono soggetti ad alcun obbligo.

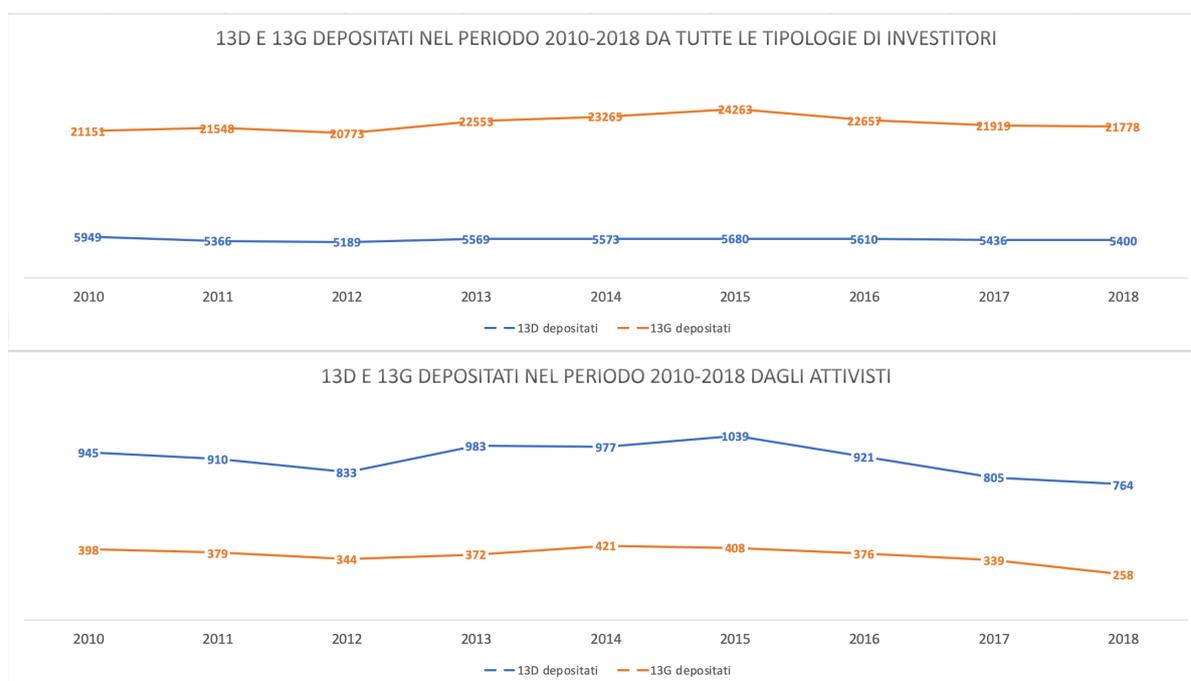


Figura 3. Numero di Schedule 13D e 13G depositati dal 2010 al 2018 in numero assoluto e dai soli investitori attivisti. Fonte: rielaborazione personale in Excel di dati raccolti il 15/08/2019 disponibili su WhaleWisdom<sup>73</sup>.

I grafici riportati mostrano l'andamento del settore dell'attivismo tramite il numero di Schedule 13D e 13G depositati nel periodo 2010 – 2018. Il database utilizzato per questa analisi è fornito da WhaleWisdom, un aggregatore di informazioni finanziarie disponibili al pubblico che raccoglie in particolare le documentazioni inviate dagli investitori alla SEC. I filtri inseriti sono di natura cronologica, (eventi filtrati per ogni anno dal 2010 al 2018), per tipologia di modulo depositato (ossia 13D e 13G), e per tipologia di investitore (ossia qualunque investitore e investitore attivista). È possibile osservare che il 2015 è risultato l'anno col maggior numero di eventi di superamento della soglia rilevante nell'intervallo analizzato, con una totalità di 29.943 eventi di cui 1.447 ad opera di investitori classificati come attivisti. La statistica più importante riguarda però la percentuale di moduli 13D sul totale dei documenti depositati nell'intero periodo. Per quanto riguarda l'insieme degli investitori, su un totale di 249.679 eventi solamente il 19,93% degli Schedule inviati alla

<sup>73</sup> Indirizzo completo: <https://whalewisdom.com/dashboard2/other/schedule13>

SEC risulta aver avuto finalità di attivismo. Dati differenti quelli che caratterizzano gli investitori attivisti, i quali, su un totale di 11.472, documenti ben il 71,28% degli Schedule risulta essere di natura attivista. Da questi dati è possibile confermare che, mentre la maggior parte degli investitori sceglie di costruire il proprio portafoglio d'investimento secondo diverse abilità di stock-picking, gli investitori classificati come attivisti compongono le proprie scelte d'investimento considerando un impegno preponderante nelle campagne di shareholder activism.

### **3.3 Analisi degli effetti dell'attivismo degli Hedge Fund sulle società target**

In questa sezione saranno esaminati gli effetti dell'attivismo da parte di un campione di hedge fund. Saranno analizzate le caratteristiche operative delle società target con destinazione dell'investimento da parte dei fondi sia con scopi attivi che passivi, partendo dai documenti 13D e 13G depositati presso la SEC nel 2015. Saranno confrontate le variabili operative dell'anno antecedente al targeting, sia con le variabili alla fine dell'anno in cui sono avvenuti gli eventi, sia a distanza di 1 e 2 anni. Le imprese obiettivo dei fondi hedge a destinazione attiva ottengono rendimenti in eccesso rispetto al benchmark superiori rispetto a quelle con destinazione passiva nelle date circostanti la data di annuncio dello sfioramento del 5% nelle compagini azionarie. Si registrano miglioramenti delle misure di redditività (ROA e ROE) da parte delle società appartenenti al blocco attivo significativamente superiori rispetto al gruppo controllato dagli stessi fondi con destinazione passiva. Risulta incrementato maggiormente anche il valore di capitalizzazione di mercato delle aziende appartenenti al blocco attivo, sottolineando il fatto che gli azionisti attivisti possono utilizzare rendimenti più elevati per mitigare il costo del loro sforzo nel monitoraggio. Tuttavia, anche a causa di questi ingenti costi, i valori di AUM degli hedge fund attivisti presenti nel campione non sembrano beneficiare nel lungo termine in quanto a rendimenti; essi risultano sovra-performare complessivamente rispetto ai benchmark scelti solamente fino alla seconda metà del 2015 per poi riscontrare notevoli difficoltà nel presentare buone performance a partire da tale periodo. Ciononostante, sono state riscontrate notevoli discrepanze di risultati a seconda dei fondi, alcuni dei quali, considerati singolarmente, sembrano ottenere ottime risposte dai propri investimenti.

### 3.3.1 Metodologia di analisi e campione scelto

Per la costruzione del campione di fondi hedge attivisti, sono stati utilizzati una serie di report annuali sull'attivismo forniti da ActivistInsight, rivista specializzata in ricerche sulle campagne di shareholder activism, nella quale vengono riportati e classificati i fondi attivisti più influenti dell'anno ("Activist top ten"). Partendo dalle pubblicazioni di ActivistInsight<sup>74</sup> del periodo 2014 – 2019, è stato in seguito utilizzato l'approccio adottato da Drerup (2010) per verificare che i fondi riportati potevano essere classificati realmente come attivisti: in primo luogo, vengono definiti tali da vari articoli di stampa e da altri report di società specializzate nel settore (ad esempio, sui vari report redatti da Lazard<sup>75</sup> e da vari articoli presenti su Bloomberg e CNBC) e in secondo luogo i fondi in questione si sono resi protagonisti di casi di attivismo anche in periodi antecedenti l'inizio delle pubblicazioni di ActivistInsight (da database SEC e WhaleWisdom). Sono stati quindi considerati i primi dieci fondi attivisti ordinati in base al valore del portafoglio gestito (dati al 19/08/2019 da database WhaleWisdom<sup>76</sup>), elencati di seguito nella tabella 1:

<i>Nome fondo (nome gestore)</i>	<i>Valore del Portafoglio</i>
Icahn Associates (Carl Celian Icahn)	\$ 26,522,715,000
Elliott Management Corporation (Paul Elliott Singer)	\$ 14,924,291,000
GAMCO Investors (Mario Gabelli)	\$ 13,178,591,000
ValueAct Capital (Jeff Ubben)	\$ 9,578,139,000
Trian Fund Management (Nelson Peltz)	\$ 9,475,024,000
Third Point Partners (Dan Loeb)	\$ 8,539,178,000
Pershing Square Capital Management (Bill Ackman)	\$ 6,708,001,000
Starboard Value LP (Jeffrey Smith)	\$ 3,286,488,000
Corvex Management (Keith Meister)	\$ 2,646,306,000
JANA Partners (Barry S. Rosenstein)	\$ 1,195,857,000

Tabella 1: top 10 fondi hedge attivisti nel periodo 2014 – 2019 per valore del portafoglio gestito. Fonte: ActivistInsight per la lista dei fondi e WhaleWisdom per i dati riguardanti il valore del portafoglio al 19/08/2019.

Da questo campione, sono stati considerati gli eventi in cui i fondi sopracitati hanno superato la soglia del 5% nelle compagini azionarie delle società nell'arco temporale gennaio – dicembre 2015. Ciò ha portato alla costruzione di un campione di 81 società target suddivise

<sup>74</sup> Indirizzo completo: <https://www.activistinsight.com/resources/reports/>

<sup>75</sup> Indirizzo completo: <https://www.lazard.com/perspective/> (nella sezione "Archives" sono reperibili i report di cui è stata fatta menzione)

<sup>76</sup> Indirizzo completo: <https://whalewisdom.com/dashboard2/other/schedule13>

in due gruppi denominati attivi e passivi: sono state incluse nel primo gruppo tutte le società soggette a deposito nel corso del 2015 di Schedule 13D e 13D/A presso la SEC da parte dei fondi hedge attivisti presi in analisi, mentre nel secondo gruppo sono state incluse le società soggette a Schedule 13G e 13G/A nel corso dello stesso anno. Il database utilizzato per la raccolta degli eventi di 13D e 13G è WhaleWisdom<sup>77</sup> e le società target sono state identificate in data 20/08/2019. Analizzare sia i blocchi attivi che i blocchi passivi detenuti dagli stessi hedge fund è particolarmente utile per isolare e confrontare gli effetti dell'attivismo. Sono stati quindi raggruppati i blocchi in base al settore di appartenenza della società obiettivo, per verificare se ci fossero stati dei settori particolarmente preferiti dagli investitori per lanciare le proprie campagne attiviste.

In seguito, l'analisi è stata concentrata sulle caratteristiche delle società target nel periodo antecedente il deposito degli Schedule (dati a fine 2014) e sugli effetti di breve, medio e lungo periodo (dati a fine 2015, fine 2016 e fine 2017) in base ad alcune variabili operative: ROA, ROE, payout ratio, leverage, cash e capitalizzazione di mercato. I dati storici di queste variabili sono stati raccolti dal database presente su Ycharts<sup>78</sup> nel periodo 20/08/2019 – 24/08/2019. I dati riportati nelle tabelle espongono sia i valori dei blocchi sia i p-value<sup>79</sup> delle differenze medie. È stata considerata l'ipotesi nulla di non significatività degli scarti tra le variabili considerate e i valori sono stati calcolati attraverso la funzione TESTT presente in Excel. Dagli Schedule 13D e 13G selezionati, inoltre, sono state individuate le date in cui sono state annunciate le intenzioni di voler superare la soglia del 5% nelle società e sono state raccolte le reazioni dei prezzi azionari nei 5, 10, 20 e 30 giorni anteriori e posteriori la data di annuncio (dati al 25/08/2019 raccolti dal database di Yahoo Finance<sup>80</sup>). È stato quindi possibile analizzare gli effetti dell'attivismo e si è cercato di capire se le aziende target abbiano beneficiato o meno dall'ingresso dei fondi hedge attivisti nell'azionariato.

In ultima analisi, sono stati confrontati i rendimenti medi realizzati dagli hedge fund presenti nel campione negli ultimi 5 con i rendimenti degli indici S&P500 ed Eureka Hedge Fund Index (all strategies), per verificare se i costi sostenuti dagli attivisti fossero stati giustificati

---

<sup>77</sup> Indirizzo completo: <https://whalewisdom.com/dashboard2/other/schedule13>

<sup>78</sup> Indirizzo completo: <https://ycharts.com/dashboard/>

<sup>79</sup> Si definisce p-value il minimo livello di significatività per il quale l'ipotesi nulla può essere respinta. Monti A. C., (2008), "Introduzione alla Statistica", p. 337, Edizioni Scientifiche Italiane

<sup>80</sup> Indirizzo completo: <https://it.finance.yahoo.com>

effettivamente da migliori performance. Per questa analisi sono stati utilizzati i dati storici di WhaleWisdom<sup>81</sup>, Yahoo Finance<sup>82</sup> e EurekaHedge<sup>83</sup>.

### 3.3.2 Distribuzione dei blockholder nei settori FF30

Settore	Blocchi attivi	Blocchi passivi	% di blocchi attivi
Comunicazioni	6	1	85,71%
Beni di consumo voluttuari	10	1	90,91%
Beni di prima necessità	6	1	85,71%
Energia	1	1	50,00%
Finanza	1	2	33,33%
Sanitario	7	1	87,50%
Industriale	15	2	88,24%
Information technology	10	1	90,91%
Materie prime	8	0	100,00%
Immobiliare	3	0	100,00%
Trasporti	1	0	100,00%
Utilities e telecomunicazioni	3	0	100,00%
<b>Totale blocchi</b>	<b>71</b>	<b>10</b>	<b>87,65%</b>

Tabella 2: distribuzione dei blocchi target attivi e passivi per settore. Fonte: WhaleWisdom al 20/08/2019.

La tabella 2 mostra la distribuzione dei blocchi attivi e passivi target degli hedge fund nella classificazione delle industrie operata da Fama e French (1997). Le categorie sono state successivamente raggruppate in 12 settori nei quali è presente almeno un caso di attivismo. Risulta che la moda dei settori obiettivo attivi è identificata nel reparto industriale, mentre i blocchi passivi presentano due mode nei settori industriale e finanziario, il quale risulta invece poco preferito in caso di attivismo.

Come è osservabile in figura 4, le società target che riguardano i blocchi attivi vengono scelte in pochi settori, che sono risultati essere il settore industriale, con 15 osservazioni e 21% dei casi di attivismo, information technology e beni di consumo, entrambi con 10 osservazioni e 14% dei casi di attivismo; i settori dell'energia, della finanza e dei trasporti vengono invece targettizzati in maniera residuale con 1 osservazione ciascuno. Si collocano

<sup>81</sup> Indirizzo completo: [https://whalewisdom.com/dashboard2/search/fund\\_search](https://whalewisdom.com/dashboard2/search/fund_search)

<sup>82</sup> Indirizzo completo: <https://it.finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC?p=%5EGSPC>

<sup>83</sup> Indirizzo completo: [http://www.eurekahedge.com/Indices/IndexView/Eurekahedge/473/Eurekahedge\\_Hedge\\_Fund\\_Index](http://www.eurekahedge.com/Indices/IndexView/Eurekahedge/473/Eurekahedge_Hedge_Fund_Index)

sulla mediana con 6 osservazioni e 9% dei casi di attivismo i settori che riguardano i beni di prima necessità e le comunicazioni.

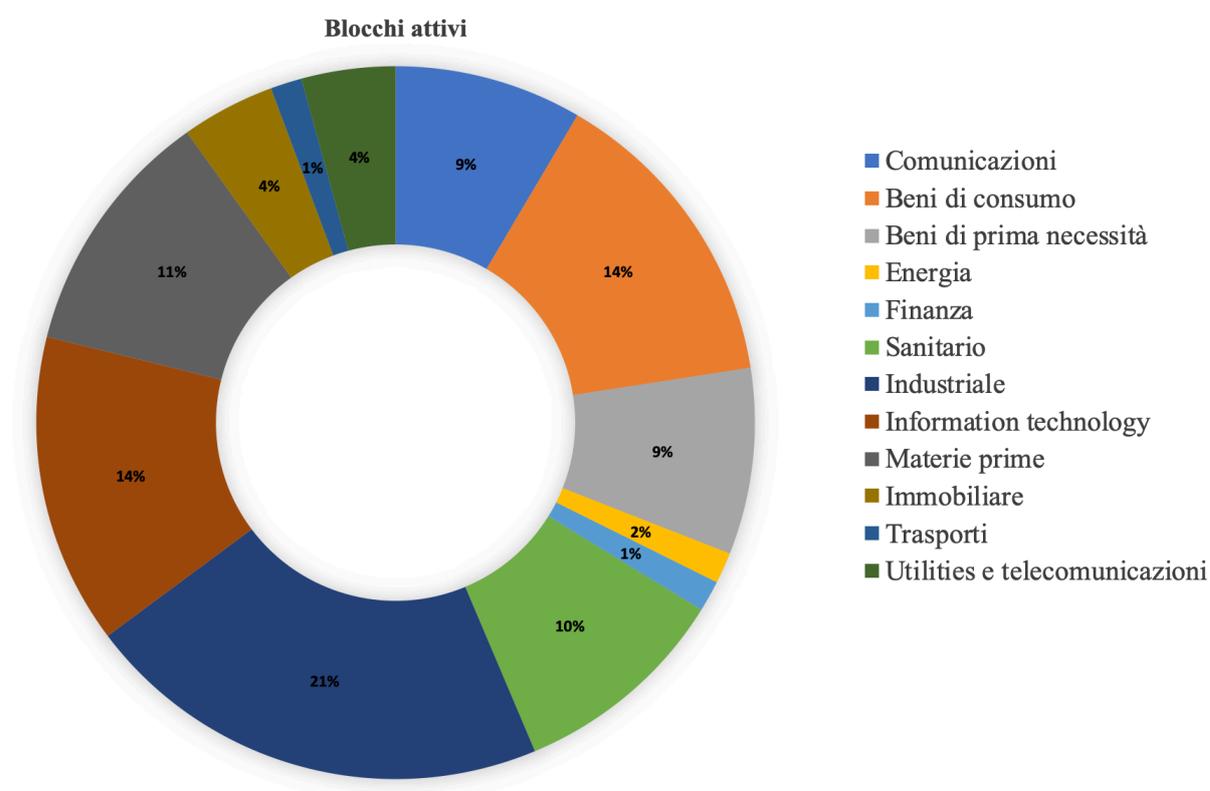


Figura 4: distribuzione dei blocchi attivi nei settori. Fonte: rielaborazione personale in Excel di dati disponibili su WhaleWisdom al 20/08/2019.

### 3.3.3 Performance Operative

Variable Operativa	Blocchi attivi (fine 2014)	Blocchi passivi (fine 2014)	Differenza (13D-13G)	p-value
ROA	5,96%	3,99%	1,97%	0,0114
ROE	12,75%	7,18%	5,57%	0,0368
Payout ratio	22,98%	23,69%	-0,71%	0,1349
Leverage	1,85	1,72	0,13	0,0884
Cash	\$ 785.320.859,15	\$ 1.189.451.000,00	\$ -404.130.140,85	0,1515
Capitalizzazione	\$ 7.167.418.802,82	\$ 7.665.706.000,00	\$ -498.287.197,18	0,0863

Tabella 3: caratteristiche ex-ante delle società target per tipologia di blocco. Fonte: Ycharts al 20-24/08/2019.

La tabella 3 riporta le caratteristiche ex-ante delle società obiettivo degli attivisti e confronta i blocchi attivi con quelli passivi. I risultati mostrano che, nell'anno antecedente gli eventi

di attivismo, le società target appartenenti al blocco attivo tendono ad avere valori medi più alti di ROA, ROE e leverage e risultano significativi sia ai livelli del 10% che del 5%. Al contrario, i valori di payout ratio risultano essere leggermente più elevati nel caso dei blocchi passivi, ma non sembra esserci abbastanza evidenza per rifiutare l'ipotesi nulla al livello di significatività del 10%. Inoltre, la capitalizzazione di mercato delle società soggette a Schedule 13G risulta essere mediamente più alta, ma sempre compresa nella fascia delle cosiddette "mid-cap", ossia società a capitalizzazione intermedia compresa tra i 2 e i 10 miliardi di dollari. Da sottolineare invece il caso dei livelli di cash, dal momento che è convinzione diffusa che l'attivismo degli hedge fund sia volto a creare valore di breve termine a discapito degli effetti di medio-lungo periodo, richiedendo alla società target di pagare dividendi più elevati e a diminuire i livelli di cash (Klein e Zur, 2006). Ciò sarebbe confermato nel caso in cui le società del blocco attivo possedessero livelli di cash almeno superiori rispetto alle aziende del blocco passivo, ma i risultati del campione mostrano che mediamente i livelli di cash sono più elevati nel caso del secondo gruppo. Tuttavia, dal momento che si registra un p-value degli scarti di circa 15%, la differenza media non risulta significativa e si può accettare l'ipotesi nulla.

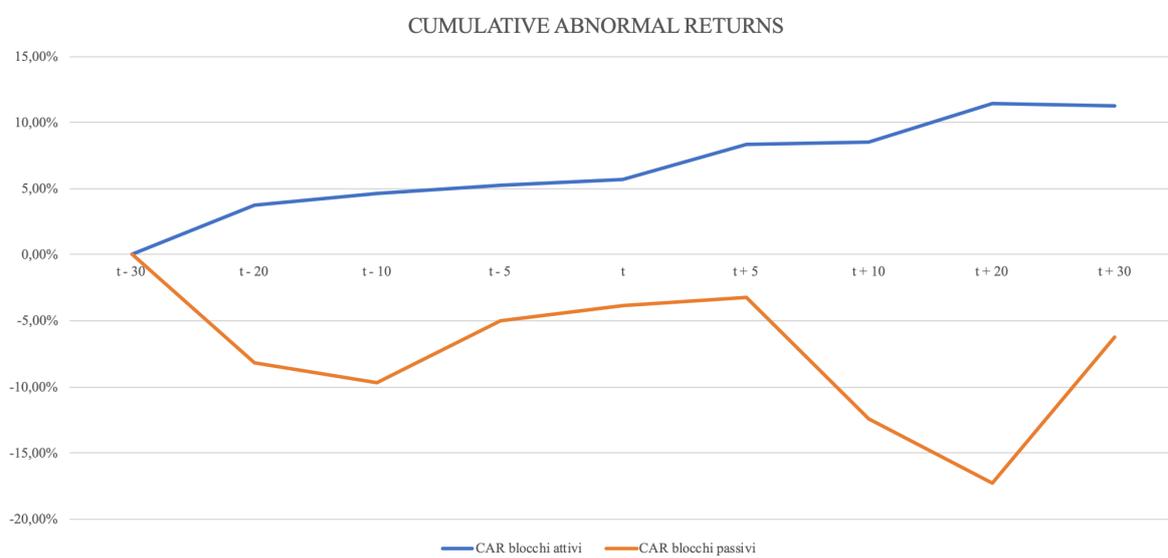


Figura 5: rendimento anomalo in eccesso dei blocchi attivi e passivi rispetto all'indice S&P500 nei giorni vicini alla data di annuncio (t) del deposito degli Schedule 13D e 13G. Fonte: rielaborazione personale in Excel di dati disponibili su Yahoo Finance al 26/08/2019.

La figura 5 mostra i rendimenti in eccesso dei blocchi attivi e passivi nelle date circostanti le date di annuncio della volontà di depositare uno Schedule 13D o 13G relativi alle società target. Per analizzare le reazioni dei prezzi azionari nei 5, 10, 20 e 30 giorni anteriori e

posteriori alla data di annuncio, è stato utilizzato il CAR (Cumulative Abnormal Return) come sommatoria delle differenze tra i rendimenti dei prezzi azionari delle società target e i rendimenti nelle medesime date dell'indice S&P500; quest'ultimo è un indice ideato dall'agenzia di rating Standard & Poor's nel 1957 e segue l'andamento medio delle prime 500 aziende americane a maggior capitalizzazione. Sia le aziende appartenenti al blocco attivo che passivo guadagnano un rendimento anomalo a distanza di 5 giorni dalla data di annuncio, rispettivamente del 2,54% e dello 0,61%. Svelare la proprietà del blocco azionario può essere visto come un segnale positivo per gli investitori indipendentemente dall'intenzione del fondo, dal momento che l'investitore istituzionale, in questo caso un hedge fund attivista, può essere percepito come detentore di maggiori informazioni sulla qualità dell'impresa (Clifford, 2008). Tuttavia, il mercato considera gli eventi di shareholder activism come un valore aggiunto per l'impresa obiettivo e per questo motivo risulta reagire con maggior vigore nel caso dei blocchi attivi. A distanza di 10, 20 e 30 giorni solamente i blocchi attivi continuano a mostrare una tendenza positiva costante, con sostanziali differenze di rendimento anomalo rispetto ai blocchi passivi e, a distanza di un mese dall'annuncio dei 13D, i blocchi attivi guadagnano un CAR che si attesta a + 5,30% rispetto alla data del comunicato.

Le caratteristiche delle società target del campione sono coerenti con i risultati presentati da Brav et al. (2009), i quali affermano che l'attivismo dei fondi hedge si differenzia da quello di altre tipologie di investitori istituzionali che tendono ad avere come target imprese poco performanti. Gli hedge fund attivisti del campione realizzano le proprie campagne nei confronti di imprese in buona salute e dai livelli di capitalizzazione intermedi, in modo da riuscire ad accumulare più facilmente una quota azionaria significativa ed essere più influenti nelle decisioni di gestione societaria.

### **3.3.4 Effetti di lungo periodo**

Avendo appurato che i blocchi attivi sono soggetti a un rendimento anomalo successivo alla data di annuncio maggiore rispetto a quello dei blocchi passivi, bisogna verificare se le buone prestazioni del titolo azionario nel brevissimo periodo sono seguite da un incremento delle performance delle variabili operative anche a breve, medio e lungo termine.

Variabile Operativa	Blocchi attivi/passivi	t	t+1	t+2
ROA	Attivi (13D)	0,16%	1,19%	1,57%
	Passivi (13G)	-0,57%	0,13%	0,93%
	Differenza (13D-13G)	0,73%	1,06%	0,64%
	p-value	0,043	0,039	0,048
ROE	Attivi (13D)	0,92%	1,66%	3,10%
	Passivi (13G)	-0,30%	-0,59%	0,91%
	Differenza (13D-13G)	1,22%	2,25%	2,19%
	p-value	0,026	0,041	0,035
Payout ratio	Attivi (13D)	4,68%	2,67%	-2,05%
	Passivi (13G)	3,87%	-1,11%	-0,41%
	Differenza (13D-13G)	0,81%	3,78%	-1,64%
	p-value	0,121	0,134	0,073
Leverage	Attivi (13D)	3,26%	2,90%	2,30%
	Passivi (13G)	-5,64%	-1,48%	-0,02%
	Differenza (13D-13G)	8,90%	4,38%	2,32%
	p-value	0,032	0,046	0,038
Cash	Attivi (13D)	-1,37%	-1,75%	-3,81%
	Passivi (13G)	6,99%	4,27%	9,54%
	Differenza (13D-13G)	-8,36%	-6,02%	-13,35%
	p-value	0,062	0,081	0,074
Capitalizzazione di mercato	Attivi (13D)	3,40%	5,82%	8,89%
	Passivi (13G)	-2,45%	-1,53%	0,59%
	Differenza (13D-13G)	5,85%	7,35%	8,30%
	p-value	0,017	0,008	0,002

Tabella 4: mutamenti delle performance operative negli anni successivi all'acquisizione dei blocchi. Fonte: Ycharts al 20-24/08/2019.

La tabella 4 mostra l'andamento medio degli indici di bilancio delle società target alla fine dell'anno in cui i blocchi sono stati acquisiti e nei 2 anni successivi e i valori riportati mostrano la variazione percentuale rispetto all'anno che precede il targetting. I risultati del campione mostrano che le società appartenenti al blocco attivo sono soggette a un significativo incremento delle variabili concernenti la redditività durante l'anno in cui avvengono gli eventi di attivismo; nello specifico, il ROA migliora dello 0,16% con un rendimento in eccesso rispetto ai blocchi passivi che si attesta a +0,73% e anche nel caso del ROE è possibile notare un incremento, registrando un +0,92% rispetto all'anno precedente e con un extra-rendimento rispetto ai blocchi passivi che si attesta a +1,22%. La tendenza positiva dei blocchi attivi rimane tale anche nei 2 anni che seguono gli eventi di attivismo e alla fine del terzo anno le aziende target guadagnano mediamente 1,57 punti percentuali nel

ROA rispetto all'anno antecedente gli eventi; si registrano risultati positivi anche nel caso del ROE, che risulta incrementato del 3,10% a distanza di due anni. Risultano migliorati anche i valori di ROA e ROE delle società appartenenti al blocco passivo, con risultati più modesti che si attestano rispettivamente a +0,93% e +0,91%. Le conclusioni sono nuovamente discordanti rispetto a quelle osservate da Klein e Zur (2006) mentre sono coerenti con l'analisi effettuata da Clifford (2008). Questo perché Klein e Zur (2006) concentrano la propria analisi solamente sulle forme più aggressive di attivismo, tipicamente rivolte verso situazioni societarie in particolare sofferenza, e su un orizzonte temporale più limitato, ossia viene considerato solo l'anno successivo agli eventi di attivismo; sembra quindi improbabile che da situazioni più complicate si possa osservare una decisa inversione di tendenza delle performance operative a distanza di un solo anno. Le aziende target considerate da Clifford (2008) e il campione utilizzato per questa analisi valutano invece un insieme di eventi di natura più variegata e per questo motivo le discrepanze nei valori sono giustificate, con risultati che mostrano un effettivo miglioramento delle misure di redditività aziendale. Oltre a ciò, anche i valori di capitalizzazione sembrano beneficiare dalle azioni degli attivisti, con un costante aumento dei livelli di capitalizzazione di mercato sostanzialmente maggiori rispetto all'andamento del blocco passivo. A distanza di 2 anni dall'acquisizione, le società appartenenti al blocco attivo beneficiano complessivamente di un +8,89% di capitalizzazione e migliori performance azionarie rispetto alle società target del blocco passivo, a sostegno delle ipotesi secondo cui il mercato valuta in modo positivo il valore dell'attivismo. Le differenze sono significative ai livelli di significatività del 10% e 5% e, a distanza di uno e due anni, sono significative anche a livello dell'1%.

Livelli elevati di cash possono incentivare i manager delle società a intraprendere progetti a VAN negativo e per questo motivo gli attivisti tendono ad iniziare delle campagne di shareholder activism al fine di mitigare i costi di agenzia associati ad essi. Nella misura in cui i livelli di cash contribuiscono ad aumentare i costi di agenzia nell'azienda, gli attivisti spingono i manager a impegnarsi in maggiori distribuzioni di contante agli azionisti attraverso aumenti di dividendi, riacquisti di azioni proprie o aumenti di leva finanziaria. Come anticipato, le società target del blocco attivo presentano livelli di cash minori rispetto a quelle del blocco passivo. Tuttavia, negli anni che seguono le acquisizioni le aziende appartenenti al blocco attivo riducono costantemente i propri livelli di cash e, alla fine dell'anno in cui è avvenuto il targeting, il payout ratio risulta aumentato del 4,68% nel caso del blocco attivo e del 3,87% nel caso del blocco passivo. La tendenza a livelli più elevati rispetto alla situazione ex-ante rimane tale anche nel secondo anno solo per le aziende del

blocco attivo, per poi diminuire in entrambi i casi durante il terzo anno. L'evidenza empirica mostra che è debole l'ipotesi secondo cui le società obiettivo degli attivisti tendano ad aumentare le distribuzioni di denaro agli azionisti in misura decisamente maggiore rispetto alle società target del blocco passivo; in alcuni casi, i livelli di payout ratio delle aziende appartenenti al blocco attivo sono rimasti ancorati allo 0% durante tutto il periodo preso in analisi. Queste conclusioni trovano conferma anche nei p-value calcolati, registrando deboli livelli di significatività alla fine dell'anno t e a distanza di un anno. I risultati del campione mostrano anche un leggero aumento dei livelli di leverage durante l'anno in cui avvengono gli eventi di attivismo; in questo caso le differenze di valori sono sostanziali e significative al 5% di significatività. Si raggiunge un +8,90% dei blocchi attivi sui blocchi passivi, ma nel corso del periodo successivo i differenziali si riducono e si attestano a +2,32% a distanza di due anni.

Brav et al. (2009) osservano che, attraverso le loro campagne, gli attivisti forniscono un servizio a tutti gli azionisti della società target, in quanto sostengono integralmente il costo dell'intervento e del monitoraggio sul management ma ricevono solamente una porzione dei guadagni derivanti dal capital gain e dai dividendi, poiché la quota da loro detenuta si aggira generalmente intorno al 5-10%. Se, come è stato appurato dai risultati del campione, gli azionisti delle società target vedono incrementare la capitalizzazione di mercato dell'azienda di cui sono soci, non è detto che anche il fondo attivista abbia rendimenti positivi.

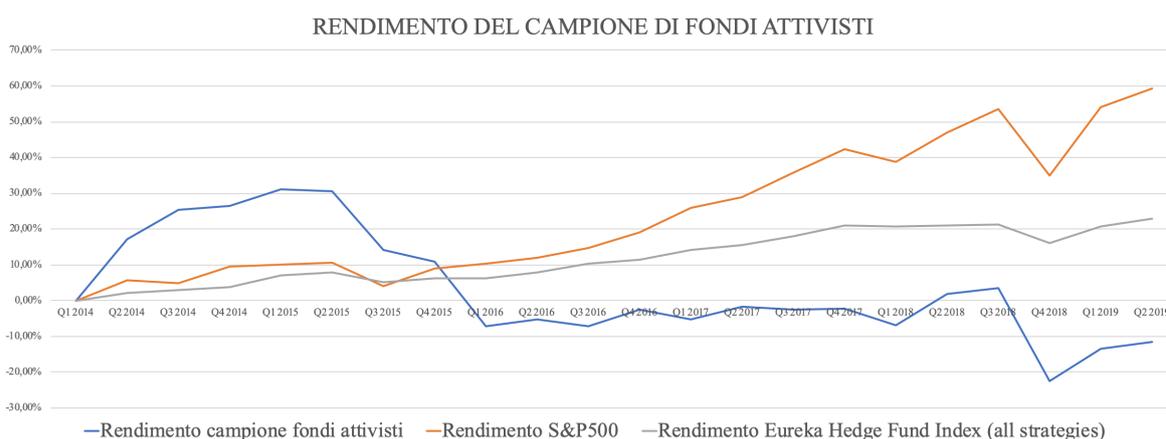


Figura 6: rendimento cumulato del campione di hedge fund attivisti a confronto con gli indici S&P500 e Eureka Hedge Fund Index (all strategies). Fonte: rielaborazione personale in Excel di dati disponibili su WhaleWisdom, Yahoo Finance e EurekaHedge al 28/08/2019.

La figura 6 compara le variazioni percentuali dal primo trimestre del 2014 al secondo trimestre del 2019 del valore medio degli AUM (Asset Under Management) dei fondi presi

in analisi con il rendimento storico dell'indice S&P500 e dell'indice che raccoglie i rendimenti di un paniere di fondi hedge creato da EurekaHedge. Quest'ultimo è un indice equal-weighted<sup>84</sup> che considera il valore medio degli AUM di più di 200 hedge fund a livello mondiale ed è stato utilizzato insieme allo S&P500 come benchmark per valutare i rendimenti anomali dei fondi attivisti nel campione. Gli intervalli temporali scelti sono trimestrali in quanto, come anticipato nella sezione 3.2, le stime delle posizioni dei fondi hedge sono possibili solo grazie alle comunicazioni obbligatorie trimestrali alla SEC contenute nei Form 13F o, più raramente e in maniera meno affidabile, grazie a disclosure volontarie. Rispetto a inizio 2014 i fondi attivisti analizzati hanno ottenuto dei risultati migliori se confrontati agli altri indici, registrando un +31,01% nel primo trimestre del 2015 con un rendimento anomalo sullo S&P500 pari a +20,95% e +23,83% sul rendimento degli hedge fund in generale. A partire dalla seconda metà del 2015, si è assistito ad una inversione di tendenza che ha portato lo S&P500 a sovra-performare significativamente sugli altri valori in maniera decisa e continua fino alla seconda metà del 2019. Confrontando il campione di hedge fund che adottano una strategia attivista con i fondi hedge in generale, si nota che i primi hanno avuto rendimenti in eccesso sui secondi solamente fino a fine 2015 e l'indice di EurekaHedge ha registrato valori di crescita costanti anche nel corso del 2016 e del 2017. Durante questo periodo, i fondi attivisti hanno generalmente riscontrato difficoltà nel tornare ai livelli della prima metà del 2015 e la tendenza a rendimenti negativi si è ripresentata nel corso del 2018. Nella review di ActivistInsight, Dibadj (2019) ha dichiarato di ritenere che le scarse prestazioni del 2018 non influenzeranno gli attivisti nel lungo periodo, in quanto “molte delle strategie messe in atto dagli attivisti hanno una natura di lungo termine; perciò, se i loro piani risulteranno corretti, un periodo negativo non dovrebbe interessare”<sup>85</sup>. In conclusione, il campione ha mostrato notevole discrepanze nelle performance se si considerano singolarmente i fondi: i migliori attivisti sono risultati essere Trian Fund Management, Starboard Value e soprattutto il già citato fondo Elliott. Quest'ultimo si è reso protagonista di un consistente incremento di valore, partendo da un organico di AUM di 5,1 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2014 fino ad arrivare a 14,9 miliardi di dollari, con un valore di punta di 22,8 miliardi dollari nel terzo trimestre del 2018. Il peggiore attivista dello stesso periodo è invece risultato essere il fondo JANA Partners, con un decremento di valore rispetto al primo trimestre del 2014 pari a -85,88%.

---

<sup>84</sup> Si rimanda alla sezione 1.7.3 per i chiarimenti riguardo questa tipologia di indice.

<sup>85</sup> Activist Investing annual report 2019, p. 31.

### 3.4 Conclusioni

Gli obblighi di disclosure delle partecipazioni rilevanti in una società quotata risultano differire a seconda del paese in cui è domiciliato un fondo d'investimento. Nel caso statunitense, la soglia oltre la quale qualsiasi investitore è tenuto a notificare le proprie posizioni è stabilita nel 5% delle azioni con diritto di voto. A seconda della natura dell'investimento, che può essere attiva se si ha l'obiettivo di proporre specifiche proposte di risoluzione agli amministratori della società o passiva se non si ha intenzione di influenzare concretamente la gestione aziendale, gli investitori hanno l'obbligo di redigere dei documenti da inviare alla Securities and Exchange Commission entro limiti di tempo prestabiliti. I documenti in questione sono lo Schedule 13D nel caso di investitore attivo e lo Schedule 13G nel caso di investitore passivo. Inoltre, alla fine di ogni trimestre la SEC deve essere informata tramite il Form 13F delle posizioni nel portafoglio di ogni soggetto con oltre 100 milioni di dollari in gestione.

L'evidenza raccolta sull'attivismo degli hedge fund presenta luci ed ombre. Luci perché i risultati del campione mostrano una reazione positiva del mercato all'annuncio di una partecipazione rilevante detenuta da parte di un hedge fund, registrando mediamente un aumento del prezzo azionario delle società target, perché nel lungo periodo si assiste a un incremento delle performance operative. Ombre perché, al netto di alcuni casi di buone performance anche nel lungo periodo, i fondi hedge presi in analisi non sembrano guadagnare con costanza dalle proprie strategie. Ciò potrebbe portare alla conclusione che i costi legati all'attivismo siano talmente ingenti da non rendere conveniente l'adozione di una strategia di questo tipo; tuttavia, gli studi analizzati anche nel corso del secondo capitolo suggeriscono uno spunto di riflessione differente. Una campagna di shareholder activism richiede un impegno costante all'interno della società target e, spesso, risultati sostanziali possono essere osservati solamente in un periodo di tempo più esteso rispetto a quello preventivato. Il management attuale della società partecipata potrebbe porre in essere azioni difensive che renderebbero più difficoltosa l'adozione delle risoluzioni proposte, causando un aggravio dei costi a carico del fondo. Inoltre, i movimenti di mercato nel brevissimo periodo potrebbero sopravvalutare le reali capacità dell'attivista di influenzare la direzione societaria e i rendimenti anomali di breve termine potrebbero non trovare riscontro nel lungo periodo, o comunque non in maniera tale da giustificare il costoso intervento del dissidente. Tuttavia, non è sempre possibile per gli hedge fund anticipare ogni mossa messa in atto dalla società target; per questo le campagne potrebbero rivelarsi più costose di quanto messo in conto o più restie a produrre i risultati sperati. L'idea generale che traspare dallo studio è che

comunque l'attivismo degli hedge fund non danneggi l'azionariato delle imprese target. Al contrario, sembra permettere distribuzioni di contante e un guadagno in capital gain non indifferente anche a distanza di due anni dall'evento, soprattutto se comparato ai risultati ottenuti dalle imprese appartenenti al blocco passivo.

## ***Conclusioni***

In questo elaborato è stato passato in rassegna l'attivismo di diverse tipologie di azionisti, in particolare degli hedge fund, e le differenti forme con cui si manifesta.

Dopo aver introdotto i fondi d'investimento speculativi, sono state analizzate le principali strategie d'investimento adottate dagli hedge fund ed è stato osservato che l'attivismo è assimilabile alla categoria delle strategie *event driven* esposte nel paragrafo 1.7.2.2. È stata inoltre analizzata l'industria globale dei fondi hedge nel corso degli anni ed è stato possibile affermare che essa ha vissuto un incremento costante in termini di numero di fondi e di Asset Under Management sin dal primo periodo del ventunesimo secolo.

Alla luce dell'evidenza empirica delle pubblicazioni scientifiche esaminate e dei dati prodotti dalle analisi sperimentali, si possono trarre alcune conclusioni. Innanzitutto, l'attivismo degli azionisti è un fenomeno complesso ed eterogeneo ed include al suo interno attività che spaziano dall'assunzione di posizioni anche non rilevanti all'interno di una società, al lancio di un'offerta pubblica per acquisire la società target. Nella letteratura economica spesso si distingue tra attivismo low-cost, legato a iniziative quali proposte da votare in assemblea e negoziati, e attivismo high-cost, legato a proxy fights e takeover. Anche se queste due varianti di attivismo non sono mutualmente esclusive, esistono tipologie di investitori che preferiscono la prima forma e altre che prediligono la seconda.

In secondo luogo, il beneficio potenziale dell'attivismo è proporzionale al suo costo. La letteratura è infatti complessivamente concorde nell'affermare che l'attivismo low-cost non crei valore per la società target. Al contrario, l'attivismo high-cost porta notevoli benefici alla società partecipata. Quest'ultima tipologia di attivismo viene particolarmente usata dagli hedge fund, i quali acquistano quote societarie rilevanti e spesso intraprendono vere e proprie battaglie ostili con il management della società target.

In terzo luogo, come affermato da Gantchev (2011) la buona corporate governance è un mezzo e non un fine dell'attivismo. Di per sé, infatti, essa non crea valore per gli shareholder; il valore viene creato dalla distribuzione di maggiori dividendi, ristrutturazioni o impieghi più efficienti dei valori di cassa rimasti inutilizzati.

In quarto luogo, è stato osservato che l'attivismo degli hedge fund, a differenza di alcuni soggetti istituzionali che hanno come obiettivo società con cattive performance, è indirizzato verso imprese con problemi di agenzia ma che presentano una buona salute finanziaria.

La tesi ha mostrato che, al di fuori degli Stati Uniti, l'attivismo ha un ruolo di modesta importanza all'interno dei contesti societari. Ciò può essere spiegato come l'effetto della minor presenza di fondi comuni e fondi pensione all'interno di alcuni paesi, ma le cause principali sono due; il diverso contesto istituzionale, normativo e culturale, meno favorevole agli interessi dell'azionariato e la presenza di strutture proprietarie concentrate. È stato osservato infatti che, se la normativa europea concede agli azionisti la possibilità di convocare il potente strumento dell'assemblea straordinaria (con soglie di richiesta che variano da paese a paese), tale possibilità non è prevista nell'ordinamento statunitense. Se a ciò si aggiunge anche che le società *off-shore* (rispetto agli USA) sono spesso caratterizzate dalla presenza di un solo azionista di riferimento, diventa maggiormente conveniente per gli investitori non lanciare campagne attiviste. Essendoci infatti un solo detentore della maggioranza delle azioni di voto, ciò non lascia spazio a esiti incerti sulle votazioni in assemblea che potrebbero essere quindi influenzate solo marginalmente da altri azionisti.

Nel terzo capitolo si è cercato di capire se l'attivismo incrementi o meno il valore di un campione di imprese target e i risultati raccolti presentano alcune conferme degli studi riportati nei precedenti capitoli. I risultati del campione mostrano una reazione positiva del mercato all'annuncio di una partecipazione rilevante detenuta da parte di un hedge fund, registrando mediamente un aumento del prezzo azionario delle società target. Nonostante ogni campagna attivista considerata nel campione abbia elementi peculiari, i risultati ottenuti mostrano un apprezzabile beneficio generale per le aziende target nel brevissimo periodo; se confrontati con i rendimenti del blocco passivo, i rendimenti del blocco attivo sono soggetti a differenziali di sovra-performance rilevanti e significativi. Anche per quanto riguarda le performance operative, i valori di redditività delle imprese del blocco attivo risultano aumentati in misura maggiore rispetto a quelle del blocco passivo. Questi risultati possono essere spiegati dal fatto che l'attivismo via blocchi rappresenta sia un incentivo per l'azionista a monitorare, sia una minaccia credibile per il management. L'effetto dell'attivismo non si esaurisce con l'annuncio, ma continua a generare extra-rendimenti rispetto alle società target nel blocco passivo anche a distanza di uno e due anni dagli eventi. Dopo aver esaminato gli effetti sulle imprese target, sono stati analizzati anche gli effetti sugli attivisti; ciò che appare è che, al netto di alcuni casi di buone performance anche nel lungo periodo, i fondi hedge presi in analisi non sembrano guadagnare con costanza dalle proprie strategie. Tale evidenza porta alla conclusione che i costi legati all'attivismo siano talmente ingenti da non rendere conveniente l'adozione di una strategia di questo tipo, ma vanno considerati diversi aspetti: il management potrebbe porre in essere azioni difensive ed

aggravare i costi a carico del fondo; i movimenti di mercato nel brevissimo termine potrebbero sopravvalutare le reali capacità dell'attivista di influenzare la direzione societaria e i rendimenti anomali a breve termine potrebbero essere più deboli nel lungo periodo. Inoltre, non è sempre possibile per gli hedge fund anticipare ogni mossa messa in atto dalla società target; per questo le campagne potrebbero rivelarsi più costose di quanto preventivato o più restie a produrre i risultati sperati. I vari report analizzati tendono ad affermare che una campagna di shareholder activism richieda un impegno costante all'interno della società e spesso risultati sostanziali possono essere osservati solamente dopo un periodo di tempo più esteso rispetto a quello calcolato.

L'idea generale che traspare dallo studio è che comunque l'attivismo degli hedge fund non danneggi l'azionariato delle imprese target. Anzi, nel breve periodo sembra favorire gli azionisti della società partecipata, ma ciò dipende anche da contesti istituzionali, culturali e normativi che devono essere ben adatti al *modus operandi* dei gestori attivisti.

In conclusione, sembra plausibile affermare che l'attivismo a blocchi abbia le potenzialità per creare valore sia per gli azionisti della società target che per l'attivista stesso. Come rimarcano Brav et al. (2008b) la sopravvivenza dell'attivismo come stile d'investimento dipende dalla sua capacità di generare shareholder value e profitti sia per gli azionisti della società target sia per gli investitori del fondo. In assenza di questa condizione necessaria, altri stili gestionali elimineranno gli attivisti dal panorama dei fondi d'investimento.



## ***Bibliografia:***

### **Libri di testo e pubblicazioni scientifiche:**

- Admati A., Pfleiderer P., (2009), “*The ‘Wall Street Walk’ and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*”, Review Financial Studies
- Agarwal V., Jiang W., Tang Y., Yang B., (2013), “*Uncovering Hedge Fund Skill from the Portfolio Holdings They Hide*”, Journal of Finance
- Agarwal V., Naik N. Y., (2000a), “*Multi-Period Performance Persistence Analysis of Hedge Funds*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Amenc N., Martellini L., (2002), “*The Brave New World of Hedge Fund Indices*”, EDHEC Business School
- Andrade G., Mitchell M., Stafford E., (2001), “*New Evidence and Perspectives on Mergers*”, Journal of Economic Perspectives
- Armour J., Cheffins B., (2009), “*The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*”, ECGI – Law Working Paper. No. 136/2009
- Baldwin A., (2015), “*Heroes & Villains of Finance: the 50 most colorful characters in the history of Finance*”, Wiley
- Becht M., Franks J., Grant J., (2010), “*Hedge Fund Activism in Europe*”, ECGI-Finance Working Paper, No 283/2010
- Boyson N., Mooradian R. M., (2007), “*Hedge funds as shareholder activists from 1994-2005*”, Working Paper, Northeast University
- Brav A., Jiang W., Kim H., (2009), “*Hedge Fund Activism: A Review*”, Foundations and Trends in Finance
- Brav A., Jiang W., Partnoy F., Thomas R., (2008a), “*Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance*”, The Journal of Finance
- Brav A., Jiang W., Partnoy F., Thomas R., (2008b), “*The Returns to Hedge Fund Activism*”, Financial Analyst Journal
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., (2015), “*Principi di Finanza Aziendale*”, McGraw Hill Education
- Burchi A. (2011), “*Investire in hedge funds*”, Bancaria Editrice
- Campobasso G. F., (2015), “*Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*”, Utet Giuridica

- Chee K. L., (2004), “*A Road Map for Corporate Governance in East Asia*”, Northwestern Journal of International Law & Business
- Clifford C. P., (2008), “*Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists*”, Journal of Corporate Finance
- Croci E., (2007), “*Corporate Raiders, Performance and Governance in Europe*”, European Financial Management
- Croci E., (2011), “*Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*”, FrancoAngeli
- Denes M. R., Karpoff J. M., McWilliams V. B., (2017), “*Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research*”, Journal of Corporate Finance
- Drerup T., (2012), “*Much Ado About Nothing. The Effects of Hedge Fund Activism in Germany*”, Working Paper, SSRN Electronic Journal
- Faleye O., (2004), “*Cash and Corporate Control*”, The Journal of Finance
- Fama E. F., French K. R., (1997), “*Industry costs of equity*”, Journal of Financial Economics
- Gantchev N., (2011), “*The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model*”, Journal of Financial Economics
- Gillan S. L., Starks L. T., (2000), “*Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*”, Journal of Financial Economics
- Holderness G., Sheehan P., (1985), “*Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors*”, Journal of Financial Economics
- Hu H. T. C., Black B. S., (2007), “*Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*”, Journal of Corporate Finance
- Jensen M. C., Meckling W. H., (1976), “*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*”, Journal of Financial Economics
- Kahan M., Rock E. B., (2007), “*Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*”, University of Pennsylvania Law Review
- Karpoff J. M., (2001), “*The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings*”, Working Paper, University of Washington
- Kim W., Kim W., Kwon K., (2009), “*Value of outside blockholder activism: Evidence from the switchers*”, Journal of Corporate Finance
- Klein A., Zur E., (2006), “*Hedge Fund Activism*”, Working Paper, Journal of Finance

- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., (1999), “*Corporate Ownership Around the World*”, Journal of Finance
- Lee C. M. C., Bhaskaran Swaminathan J. M., (2002), “*What is the Intrinsic Value of the Dow?*”, The Journal of Finance
- Lhabitant F. S., (2006), “*Handbook of Hedge Funds*”, John Wiley & Sons Ltd
- Mankiw N. G., Taylor M. P., (2015), “*Macroeconomia*”, Zanichelli
- Monti A. C., (2008), “*Introduzione alla Statistica*”, Edizioni Scientifiche Italiane
- Raimondi M., (2005), “*Marketing del prodotto-servizio*”, Ulrico Hoepli Editore
- Renneboog L., Szilagyi P. G., (2008), “*The Success and Relevance of Shareholder Activism through Proxy Proposals*”, Working Paper, ECGI
- Romano R., (2000), “*Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance*”, Working Paper #241, Yale Law School and National Bureau of Economic Research
- Saunders A., Cornett M. M., Anolli M., Alemanni B., (2015), “*Economia degli intermediari finanziari*”, McGraw Hill Education
- Shadab H. B., (2009), “*The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*”, Berkeley Business Law Journal
- Smith M. P., (1996), “*Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*”, Journal of Finance
- Stowell D. P., (2010), “*An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm*”, Academic Press, Elsevier
- Thomas R. S., Cotter J. F., (2007), “*Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction*”, Journal of Corporate Finance

#### **Report annuali di riviste specializzate:**

- Activist Investing annual report 2015 by ActivistInsight, <https://www.activistinsight.com/research/TheActivistInvestingAnnualReview2015.pdf>
- Activist Investing annual report 2016 by ActivistInsight, <https://www.activistinsight.com/download/3186/>
- Activist Investing annual report 2017 by ActivistInsight,

<<https://www.activistinsight.com/research/TheActivistInvestingAnnualReview2017AIM.pdf>>

- Activist Investing annual report 2018 by ActivistInsight, <[https://www.activistinsight.com/research/\(2\)TheActivistInvestingAnnualReview.2018.pdf](https://www.activistinsight.com/research/(2)TheActivistInvestingAnnualReview.2018.pdf)>
- Activist Investing annual report 2019 by ActivistInsight, <[https://www.activistinsight.com/research/AIAnnual\\_Review2019.pdf](https://www.activistinsight.com/research/AIAnnual_Review2019.pdf)>
- The EurekaHedge Report August 2015, <[http://www.eurekahedge.com/files/The\\_Eurekahedge\\_Report\\_Sample.pdf](http://www.eurekahedge.com/files/The_Eurekahedge_Report_Sample.pdf)>

### **Riferimenti normativi:**

- *“Obiettivi e principi della regolamentazione finanziaria”*, maggio 2003, IOSCO (International Organization of Securities Commissions)
- Articolo 1, TUF (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria), *“Definizioni”*
- Articolo 106, TUF (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria), *“Offerta pubblica di acquisto totalitaria”*
- Articolo 120, TUF (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria), *“Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti”*
- Articolo 2365 comma 1, Codice Civile, *“Assemblea straordinaria”*
- Articolo 2372 comma 1, Codice Civile, *“Rappresentanza nell’assemblea”*
- Decreto Legge 28 Novembre 2008, n. 185, *“Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale”*
- Decreto Ministeriale 24 maggio 1999, n. 228, *“Determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento”*
- Delibera CONSOB 1° luglio 1998, n. 11522, *“Disciplina degli intermediari”*
- Securities Exchange Act Of 1934, Section 13, *“Periodical and Other Reports”*
- Securities Exchange Act Of 1934, Section 240.14a-8, *“Shareholder proposals”*

### ***Sitografia:***

- ActivistInsight, <[www.activistinsight.com/](http://www.activistinsight.com/)>
- Assogestioni, <[www.assogestioni.it/](http://www.assogestioni.it/)>
- Bloomberg, <[www.bloomberg.com/](http://www.bloomberg.com/)>
- Borsa Italiana, <[www.borsaitaliana.it/](http://www.borsaitaliana.it/)>
- CNBC, <[www.cnbc.com/](http://www.cnbc.com/)>
- Cornell Law School, <[www.law.cornell.edu/](http://www.law.cornell.edu/)>
- EurekaHedge, <[www.eurekahedge.com/](http://www.eurekahedge.com/)>
- Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, <[www.gazzettaufficiale.it/](http://www.gazzettaufficiale.it/)>
- IOSCO, <[www.IOSCO.org/](http://www.IOSCO.org/)>
- Lazard, <[www.lazard.com/](http://www.lazard.com/)>
- MEF, Dipartimento del Tesoro, <[www.dt.tesoro.it/](http://www.dt.tesoro.it/)>
- NYSE, <[www.nyse.com/](http://www.nyse.com/)>
- SEC, <[www.sec.gov/](http://www.sec.gov/)>
- Treccani, <[www.treccani.it/](http://www.treccani.it/)>
- Value Walk, <[www.valuewalk.com/](http://www.valuewalk.com/)>
- WhaleWisdom, <[www.whalewisdom.com/](http://www.whalewisdom.com/)>
- YCharts, <[www.ycharts.com/](http://www.ycharts.com/)>