

Ettore Croci

**SHAREHOLDER
ACTIVISM**

**Azionisti,
investitori istituzionali
e hedge fund**

FrancoAngeli

Ettore Croci

**SHAREHOLDER
ACTIVISM**

**Azionisti,
investitori istituzionali
e hedge fund**

FrancoAngeli

Il presente lavoro è stato finanziato con fondi PRIN 2008 (Progetto 20082R4ZKJ). Il volume ha beneficiato inoltre di numerosi commenti da parte del prof. Lorenzo Caprio e del prof. Massimo Belcredi. Ringrazio infinitamente entrambi per i preziosi suggerimenti.

Copyright © 2011 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Prefazione	pag.	9
1. Attivismo degli azionisti: un'introduzione	»	13
1.1. Attivismo <i>low-cost</i> e attivismo <i>high-cost</i>	»	13
1.2. <i>Shareholder activism</i> : una prima definizione	»	18
1.3. Una breve storia dell'attivismo	»	21
1.4. Organizzazione del volume	»	25
2. Attivismo <i>low cost</i> e investitori istituzionali	»	27
2.1. Introduzione	»	27
2.2. Aspetti giuridici del <i>low-cost activism</i>	»	28
2.3. L'attivismo <i>low-cost</i> degli azionisti	»	32
2.4. Differenze tra gli investitori istituzionali	»	40
2.5. L'attivismo dei fondi pensione	»	43
2.6. L'effetto CalPERS	»	48
2.7. I fondi comuni e l'attivismo	»	52
2.8. Attivismo e remunerazione del management	»	56
2.9. Investitori istituzionali e i voti nelle M&A	»	59
2.10. Le azioni legali come strumento di attivismo	»	62
2.11. Conclusione	»	64
3. L'attivismo degli investitori istituzionali in Europa e nel resto del mondo	»	66
3.1. Introduzione	»	66
3.2. Brevi cenni sul quadro normativo in Europa	»	66
3.3. L'attivismo <i>low-cost</i> in Europa	»	69
3.4. L'attivismo dei fondi pensione in Europa	»	71
3.5. Il caso Hermes	»	75

3.6. “ <i>Say on pay</i> ” e remunerazione del management	pag.	78
3.7. Investitori istituzionali nel mondo	»	82
3.8. Conclusioni	»	84
4. L’attivismo <i>high-cost</i>	»	86
4.1. Introduzione	»	86
4.2. Il mercato del controllo parziale dell’impresa e gli investitori attivisti	»	87
4.3. <i>Corporate raiders</i>	»	93
4.4. L’attivismo dei fondi sovrani	»	98
4.5. Conclusioni	»	104
5. Lo <i>shareholder activism</i> e gli hedge fund	»	106
5.1. Hedge fund e hedge fund attivisti	»	106
5.2. La <i>disclosure</i> delle partecipazioni rilevanti negli Stati Uniti	»	111
5.3. L’identificazione degli hedge fund attivisti e le loro tattiche	»	113
5.4. Quali sono le caratteristiche delle società target?	»	118
5.5. Gli hedge fund creano valore per gli azionisti delle società target?	»	120
5.6. L’ostilità verso il management paga?	»	125
5.7. Hedge fund e acquisizioni	»	126
5.8. Hedge fund e remunerazione dei CEO	»	129
5.9. Rendimento dell’attivismo	»	130
5.10. I costi dell’attivismo	»	133
5.11. Alcuni casi di attivismo	»	136
5.12. Conclusioni	»	138
6. L’attivismo degli hedge fund danneggia gli altri stakeholder?	»	141
6.1. Introduzione	»	141
6.2. Trasferimenti di ricchezza dagli stakeholder agli azionisti?	»	142
6.3. Hedge fund e mercato dei prestiti	»	146
6.4. Hedge fund e fallimento	»	148
6.5. L’attivismo degli hedge fund quando sono obbligazionisti	»	152
6.6. Conclusione	»	155

7. L'attivismo degli hedge fund al di fuori degli Stati Uniti	pag.	157
7.1. Introduzione	»	157
7.2. L'attivismo degli hedge fund in Europa	»	160
7.3. Gli studi sui singoli paesi europei	»	167
7.4. Gli hedge fund attivisti e il Giappone	»	177
7.5. Conclusioni	»	183
8. L'attivismo degli azionisti in Italia	»	186
8.1. Introduzione	»	186
8.2. Le recenti modifiche alla normativa italiana	»	187
8.3. Voto di lista e attivismo degli investitori istituzionali in Italia	»	193
8.4. I fondi pensione e il loro mancato attivismo	»	199
8.5. L'attivismo di <i>corporate raiders</i> e fondi sovrani in Italia	»	201
8.6. L'attivismo degli hedge fund in Italia	»	204
8.7. Conclusioni	»	214
9. Considerazioni finali sull'attivismo degli azionisti	»	218
9.1. L'attivismo degli azionisti: cosa sappiamo?	»	218
9.2. L'attivismo degli azionisti: cosa non sappiamo?	»	221
9.3. L'attivismo degli azionisti è utile o dannoso?	»	225
9.4. Prospettive per l'attivismo degli azionisti	»	228
Bibliografia	»	231

PREFAZIONE

di *Lorenzo Caprio*

Da ormai alcuni lustri vi è la diffusa sensazione che i meccanismi di funzionamento dei vertici delle società quotate siano un problema per l'efficienza e l'efficacia delle economie in cui tali società operano. Da un lato gli economisti accademici hanno a lungo sottolineato come la vita di ogni società quotata sia segnata dal conflitto di agenzia tra manager e azionisti o, nella maggioranza dei paesi, tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Dall'altro lato, nel primo decennio del XXI secolo si sono verificati due grandi frangenti di crisi, e cioè lo scoppio della bolla internet e la crisi finanziaria post-crack Lehman con riguardo ai quali molti osservatori hanno puntato il dito verso i fallimenti dei sistemi di *corporate governance*, visti come una delle cause determinanti in entrambe le crisi.

Uno dei principali e più noti problemi che strutturalmente si pongono in tema di funzionamento della società per azioni quotata, è che gli azionisti-*outsiders*, cioè la gran massa degli azionisti-investitori, non hanno sufficienti motivazioni per partecipare alla vita delle società in cui investono. Si tratta di un noto paradosso. Da un lato, l'esistenza stessa della società per azioni e la quotazione in borsa sono strettamente finalizzate alla mobilitazione del risparmio di un vasto numero di investitori; dall'altro lato, il governo societario della società per azioni riscontra il problema, che si verifica in misura minore nelle società "chiuse", della non partecipazione di questi azionisti-investitori. D'altronde gli economisti hanno da lungo tempo evidenziato come non vi sia incentivo economico per i piccoli azionisti a, in primo luogo, intervenire alle assemblee degli azionisti, in quanto non potrebbero recuperare i costi che dovrebbero sostenere per interventi in qualche modo incisivi sul piano pratico.

Di qui nasce una prima linea di pensiero secondo la quale il problema non è risolvibile, nel senso che le decisioni della società quotata sono necessariamente prese dal management e/o dagli azionisti di maggioranza, e plasmate dai loro incentivi e interessi. Quando non c'è l'azionista di maggioranza, vi è

al limite la possibilità di spiazzamento del management grazie allo strumento del *takeover* ostile; altrimenti, bisogna affidarsi alla parziale convergenza naturale di interessi tra azionista di maggioranza e azionisti di minoranza e alla qualità delle norme cogenti di diritto societario e finanziario, nonché alla qualità del loro *enforcement*.

Un'altra linea di pensiero meno strutturalmente pessimista ha approfondito il concetto di azionista-*outsider*, evidenziando come in realtà all'interno di questa categoria spesso pensata come unitaria si distinguano posizioni assai diverse: dai privati investitori che seguono una strategia "cassettista", agli investitori istituzionali, alle varie e sempre più diversificate tipologie di *money manager*. Non per tutte queste tipologie di investitori la tematica degli incentivi alla partecipazione alla vita delle società si pone allo stesso modo.

Il lavoro di Ettore Croci si colloca in questa seconda linea di analisi. Esso approfondisce quel particolare sottogruppo di investitori-*outsider* che sono denominati "investitori attivi", cioè che non si conformano al tradizionale modello stilizzato di investitore-*outsider* dedito alla semplice decisione di investire e disinvestire in un determinato titolo azionario senza coinvolgersi ulteriormente con la società che quel titolo ha emesso.

Nel nostro paese gli "investitori attivi" sono una categoria che – forse proprio a motivo della loro scarsa presenza nella nostra realtà – viene spesso evocata come una possibile soluzione per un modello di governo societario che viene percepito come troppo scarsamente pluralistico, sia nel senso che nel modello tipico la società è governata esclusivamente da un azionista di maggioranza forte, sia nel senso che ben poche società non si conformano a questo modello tipico (e anche in queste, il controllo di maggioranza è di solito assicurato con altri strumenti). Tale evocazione si risolve però troppo spesso in semplicismi, come se si trattasse semplicemente di trovare gli espedienti (ad esempio, norme giuridiche) in grado di "produrre" gli investitori attivi che si desidera, e dando quasi per scontato che la loro presenza risolverebbe in larga parte i problemi del nostro modello.

Proprio per questo è importante un lavoro di grande ed esaustivo approfondimento quale quello di Croci. Uno dei principali pregi di questa monografia è che essa non abbandona neppure per un momento la posizione di sana "laicità" dello studioso per il tema indagato, e quindi mette con obiettività in luce i pregi e i limiti che l'esperienza delle varie tipologie di investitori attivi ha mostrato. Nel fare questo, si confronta costantemente con il dato empirico, analizzando approfonditamente la letteratura internazionale in materia, e in primo luogo quella riguardante gli Stati Uniti, dove il fenomeno delle strategie di investimento attivo è stato ed è più intenso.

Come è inevitabile in seguito all'adozione di questo approccio, il lavoro

non si conclude con una risposta del tipo “sì o no agli investitori attivi”, ma con una “lista della spesa” su ciò che sappiamo sull’operato degli investitori attivi, e su ciò che invece non sappiamo, nonché con una serie di considerazioni sulle più probabili prospettive dell’esperienza in questione. Non è questa la sede per riepilogare le conclusioni dell’autore, che sono di indubbio rilievo anche con riferimento al dibattito nostrano. Mi si permetta però di prenderne una, che a mio parere dovremmo tenere in mente con riguardo alle speranze che si nutrono nel nostro paese; e cioè che dove le strategie di investimento attivo sono un fenomeno rilevante sul piano empirico, è chiaro che per esse il miglioramento della *corporate governance* è uno strumento e non un fine. Uno strumento per ottenere rendimenti superiori al *benchmark* di mercato per rischio dato. In altri termini, le strategie di investimento attive sono vivaci dove esse sono uno strumento di mercato utile per lo scopo del mercato, cioè il profitto. Il che significa anche che, come tutti gli strumenti di mercato, esse contengono imperfezioni riguardo alla realizzazione di equilibri di *first best*. Tenuto conto di tutto, però, Croci sembra convinto che l’esperienza internazionale dimostra che «l’attivismo basato sull’acquisto di partecipazioni rilevanti, specie da parte di investitori privi di conflitti di interessi e con incentivi ben allineati alla massimizzazione della ricchezza, crea valore sia per gli azionisti delle società target sia per l’attivista stesso». Val la pena di notare due aspetti di questa affermazione: il primo e più evidente è la nota di positività conclusiva sull’impatto degli investitori attivi; il secondo, è che però nell’affermazione è racchiusa l’osservazione che gli investitori attivi non sono tutti uguali. A seconda delle diverse tipologie – che vengono analizzate con cura da Croci – diverse sono le motivazioni, le strategie di investimento e anche di *engagement* con le società.

La notazione positiva è di conforto per la vita delle società quotate italiane, tenuto conto che queste righe vengono scritte al termine di una stagione assembleare in cui la revisione di alcune norme sui diritti degli azionisti ha portato a un grande aumento della partecipazione degli investitori istituzionali esteri alle assemblee degli azionisti delle società quotate. Questo può forse essere il primo passo verso una presenza che abbia in futuro le caratteristiche che Croci suggerisce come necessarie per il dispiegamento dei desiderati effetti benefici per il sistema delle imprese. Nello stesso tempo, bisogna sottolineare che l’individuazione delle diverse “categorie” di investitori attivi e l’analisi approfondita del loro modello di comportamento, come viene svolta in questo volume, è la pre-condizione per qualsiasi analisi seria e non stereotipata, quando non addirittura *self-interested*, dei possibili provvedimenti normativi in materia di governo societario, che sono annunciati e in preparazione a livello europeo, e plausibilmente porteranno a importanti effetti nel prossimo futuro.

1. ATTIVISMO DEGLI AZIONISTI: UN'INTRODUZIONE

1.1. Attivismo *low-cost* e attivismo *high-cost*

L'attivismo, o il mancato attivismo, degli azionisti è spesso ricondotto a problemi di governo societario. Nel dibattito su quale sia il miglior sistema di *corporate governance*, in corso sin dai primi anni Ottanta (Shleifer e Vishny, 1997), sono sovente contrapposti meccanismi di controllo interni e sistemi di controllo esterno (Morck, Shleifer e Vishny, 1989; Bebchuck e Weisbach, 2009). Tra i primi, si segnalano meccanismi quali il consiglio di amministrazione, la proprietà di quote azionarie da parte dei manager, e i grandi azionisti, mentre tra i secondi assume rilevanza il *takeover* ostile, o disciplinare, la cui minaccia dovrebbe impedire ai manager di distruggere le risorse dell'impresa (Morck, Shleifer e Vishny, 1989).

Nonostante l'attenzione data in letteratura alle acquisizioni ostili, queste sono un fenomeno piuttosto raro, specialmente in Europa continentale. Rossi e Volpin (2004) hanno, infatti, mostrato che *takeover* ostili sono completamente assenti in 21 dei 49 paesi più industrializzati da loro investigati, e Franks e Mayer (1998) riportano solo tre *takeover* ostili in Germania dalla fine della seconda guerra mondiale alla metà anni Novanta. Nonostante questa scarsità di *takeover* ostili, analisi empiriche hanno osservato l'esistenza di un fiorente mercato per blocchi azionari di considerevoli dimensioni, che danno all'acquirente la proprietà di una quota di minoranza, spesso tra il 5% e il 15-20%, del capitale della società in questione. Questo mercato delle partecipazioni rilevanti è definito come "mercato del controllo parziale" per distinguerlo dal mercato per il controllo della società, dove si lancia un'offerta per una quota superiore al 50% della società target. Questi azionisti, nonostante non abbiano una quota tale da controllare la società, detengono un numero di azioni sufficientemente elevato che con-

sente loro di non incappare nel ben noto *free-riding problem*, e hanno pertanto incentivo a monitorare il management o l'azionista di controllo della società per influenzare e indirizzare le politiche dell'impresa.

Spesso si associa l'attivismo degli investitori alla detenzione di grossi blocchi azionari: il possesso di partecipazioni rilevanti, però, non è una condizione necessaria per avviare campagne attiviste. Infatti, l'attivismo degli azionisti può essere visto come un continuo di possibili risposte alle azioni e performance delle società (Gillan e Starks, 2007). A un estremo di questo continuo abbiamo la vendita delle azioni da parte di piccoli azionisti insoddisfatti della gestione e delle performance dell'impresa, in altre parole quello che nella terminologia anglosassone è chiamato *Wall Street walk* (o *Wall Street rule*)¹, mentre all'altro estremo abbiamo il mercato per il controllo societario, con investitori che lanciano *takeover*. Se il mercato per il controllo societario non richiede ulteriori spiegazioni come evento di attivismo, essendone la manifestazione più ovvia e appariscente, la vendita delle azioni come forma di attivismo può lasciare perplessi. Nonostante alcuni studiosi ritengano la vendita delle azioni antitetica all'attivismo (Bhide, 1993; Coffee, 1993), altri riconoscono che la minaccia di uscita può essere un'efficace forma di attivismo in quanto la cessione dei titoli da parte dell'investitore può portare a una diminuzione del prezzo delle azioni, al quale sono spesso legati i compensi dei manager (Admati e Pfleiderer, 2009), e, in alcuni casi, indurre anche il turnover del *chief executive officer*, o CEO (Parrino, Sias e Starks, 2003).

Tra questi due estremi si collocano gli azionisti che detengono partecipazioni rilevanti, ma pur sempre di minoranza, con l'intento di influenzare le politiche societarie. Questa forma di attivismo, chiamata anche *high-cost activism* o attivismo via blocchi, è tipica di investitori individuali, di alcuni grandi investitori istituzionali, e recentemente, di hedge fund e fondi sovrani. Contrapposto a questa forma di attivismo, è il cosiddetto "attivismo *low-cost*", che consiste tipicamente in iniziative relativamente poco costose che non necessitano del possesso di grossi blocchi azionari, come per esempio le proposte da votare in assemblea e le negoziazioni private (Karpoff, 2001; Ferri, 2010). Questi strumenti sono spesso utilizzati dagli investitori istituzionali, in particolare dai fondi pensione. Un'altra forma di attivismo *low-cost* diffusa negli Stati Uniti sono le campagne *vote-no*, che hanno lo scopo di segnalare la propria insoddisfazione verso un determinato membro del

¹ Un altro modo ampiamente usato per descrivere questa situazione è "voting with their feet" (Admati e Pfleiderer, 2009).

board o verso la società in generale². Il possesso di una partecipazione rilevante ovviamente non preclude la possibilità di utilizzare tattiche tipiche dell'attivismo *low-cost*, ma risulta immediatamente chiara la differenza tra una risoluzione da votare in assemblea presentata da un azionista che detiene un blocco del 10% rispetto a una proposta di un azionista con poche azioni. Il peso e le eventuali conseguenze di uno scontro con il management e/o il *board* della società sono molto superiori nel primo caso.

Questa prima distinzione tra attivismo *low-cost* e attivismo *high-cost* evidenzia già come gli investitori attivisti non siano tutti riconducibili a un'unica classe omogenea di investitori. Come sarà ampiamente discusso nelle parti seguenti del volume, tra le categorie di investitori è possibile individuare soggetti che hanno struttura, incentivi e finalità differenti, ad esempio investitori industriali o "strategici" e investitori finanziari³. Anche, o meglio, proprio all'interno di quest'ultima categoria sono ricompresi soggetti ben diversi tra loro quali banche, società di assicurazioni, fondi comuni d'investimento, fondi pensione, ma anche fondi di *private equity* e hedge fund. A livello intuitivo, non si avrà alcun problema a riconoscere immediatamente gli elementi di contrasto tra questi soggetti, che andranno a caratterizzare il comportamento che l'investitore terrà nei confronti del manager e/o azionista di controllo della società target. Alle precedenti categorie va aggiunta quella degli investitori individuali. Questi investitori sono persone o famiglie con ingenti patrimoni personali a disposizione che decidono di allocare una quota, a volte anche consistente, della propria ricchezza nell'acquisizione di un blocco di azioni di una società che, vale la pena ricordarlo, non controllano.

L'evidenza empirica che discuteremo nel corso di questo volume mostra che non tutte le tipologie di investitori hanno la tendenza a interagire con il management (o l'azionista di maggioranza) della società, spesso criticandone l'operato e proponendo misure alternative. Queste azioni sono generalmente condotte solo da azionisti "attivisti", che ritengono necessario un loro coinvolgimento diretto per far sì che la società intraprenda politiche

² La campagna *vote-no* è una tattica attivista dove un azionista cerca di coalizzare gli altri azionisti a votare contro l'elezione di uno o più consiglieri di amministrazione per manifestare il proprio dissenso nei confronti delle scelte del management e del consiglio di amministrazione.

³ La distinzione tra investitori strategici e investitori finanziari non è certamente volta a distinguere tra investitori "buoni" (industriali) o "cattivi" (finanziari), come spesso, purtroppo, avviene anche nel dibattito politico e sulla stampa, dove taluni investitori finanziari sono bollati come speculatori, termine usato con connotazione particolarmente spregiativa. Lungi dal volere classificare negativamente un'importante e necessaria categoria di investitori, nel volume la distinzione è da intendersi esclusivamente basata sulla natura dell'investimento.

miranti alla massimizzazione del valore e quindi anche del loro investimento, ai quali si contrappongono investitori “passivi”, che invece, una volta individuate le società in cui investire, attendono che le politiche e strategie intraprese del management portino loro benefici.

Nel caso di attivismo *high-cost*, tutti gli investimenti da cui scaturisce l’attivismo hanno una caratteristica in comune: l’investitore rinuncia a una completa diversificazione del suo portafoglio, specialmente se la società è di grande dimensione, per detenere un blocco azionario di minoranza in una società, e pertanto non può godere di quei *private benefits of control* di cui beneficiano gli azionisti di controllo (Barclay e Holderness, 1989; Zingales, 1994; Dyck e Zingales, 2004). Assumendo l’adozione di un comportamento razionale da parte di investitori che possono essere considerati investitori sofisticati⁴, quali ad esempio i manager di fondi di *private equity* e hedge fund, questo costo legato alla scarsa diversificazione del portafoglio deve essere compensato da un rendimento aggiuntivo rispetto a quello ottenibile diversificando il portafoglio. Questo extra-rendimento può avere origini molto varie, quali ad esempio un’abilità superiore alla media a identificare azioni sottovalutate; la consapevolezza che detenere un blocco permette di far sentire la propria voce in assemblea e proporre risoluzioni che altrimenti i manager della società ignorerebbero; la possibilità di ottenere cosiddetti *side benefits*. Classici casi di *side benefits*, per esempio, sono una banca che investe in una società industriale e viene in seguito incaricata di gestire emissioni di capitale azionario o debito della stessa società, oppure di un fondo comune il cui gestore è incaricato di amministrare i fondi pensione dell’impresa (Davis e Kim, 2007).

È da ricordare, sin da queste prime pagine, che la scelta di diventare un investitore attivista dipende dalle motivazioni iniziali. Infatti, un investitore con abilità superiore nell’identificare azioni sottovalutate tenderà ad aspettare passivamente l’apprezzamento dell’azione senza interferire con la gestione della società⁵. Del resto, in presenza di una sottovalutazione temporanea delle azioni, perché l’investitore dovrebbe lanciarsi in costose campagne per ottenere un posto nel consiglio di amministrazione della società o rimuovere l’amministratore delegato? Queste azioni non porterebbero grandi profitti aggiuntivi, ma solo costi. Inoltre, legami commerciali, come

⁴ Nella letteratura di finanza, l’investitore sofisticato è un investitore che si presume abbia un’istruzione finanziaria e conoscenze tali da essere in grado di compiere scelte di investimento ottimali. A questi investitori, vengono contrapposti gli investitori *naive*, che hanno minori informazioni a disposizione e scarse conoscenze in materia finanziaria.

⁵ Se l’investitore ha fama di essere un eccellente *stock picker*, è possibile che l’azione si apprezzi al momento dell’annuncio per il semplice fatto che questo investitore stia acquistando le azioni. Il mercato interpreta questo acquisto come un segnale della bontà delle azioni.

spesso accade per i fondi comuni, potrebbero creare conflitti di interessi che portano l'investitore a limitare fortemente espressioni di dissenso verso l'operato del management.

Il discorso cambia completamente in presenza di società il cui management, per una qualsiasi ragione, non sta massimizzando il valore del capitale azionario. In questo caso una gestione passiva dell'investimento non è più sufficiente poiché la sottovalutazione da parte del mercato deriva da errate strategie da parte del management dell'impresa stessa, la quale sta perseguendo obiettivi che distruggono valore per gli azionisti. Per porre rimedio a tali situazioni, si rendono necessarie azioni disciplinari volte a rimuovere gli ostacoli che impediscono all'impresa di massimizzare il proprio valore. L'azione disciplinare per eccellenza, in queste situazioni, è l'acquisizione ostile, che sappiamo bene essere uno strumento particolarmente costoso⁶, poco comune (Rossi e Volpin, 2004), e impossibile da utilizzare in situazioni dove esiste un azionista di maggioranza. Quest'ultima è una situazione certamente comune in Europa continentale, dove la presenza di un azionista di controllo, spesso una famiglia, è un fatto ricorrente (Faccio e Lang, 2002)⁷.

È tuttavia possibile cercare di imporre una maggior disciplina alla società attraverso un comportamento attivo da parte degli investitori di minoranza. Naturalmente, anche in questa situazione sono presenti costi che variano in funzione della strategia usata dall'investitore. Dato che questi costi sono interamente sostenuti dall'investitore mentre l'apprezzamento del titolo che potrebbe derivare dal suo comportamento va a beneficio di tutti gli azionisti, è chiaro che egli deve necessariamente detenere un pacchetto di azioni sufficientemente grande da permettergli di ottenere un profitto. Va inoltre aggiunto che questi costi di monitoraggio non sono uguali per tutti gli investitori, ma cambiano secondo le loro caratteristiche con una più stringente azione di controllo in presenza di investitori con bassi costi di monitoraggio (Alzaman, Hartzell e Starks, 2005).

Abbiamo quindi visto in queste prime pagine che l'attivismo è un fenomeno complesso che si può manifestare in diverse forme. Prima di addentrarci nell'analisi dei differenti tipi, è necessario però definire il concetto di attivismo.

⁶ Il premio offerto in offerte ostili è più elevato rispetto a quello pagato in acquisizioni amichevoli in quanto l'acquirente deve "convincere" gli azionisti della bontà della sua offerta e dell'inadeguatezza delle ragioni addotte dal management nel rigettare l'offerta.

⁷ Recenti studi hanno documentato che anche la proprietà delle grandi società americane non è così diffusa come si supponeva in precedenza (Anderson e Reeb, 2003; Holderness, 2009; Villalonga e Amit, 2009).

1.2. *Shareholder activism*: una prima definizione

Cos'è lo *shareholder activism*? Quali sono le caratteristiche che fanno di un azionista un attivista? Armour e Cheffins (2009), riprendendo Chee (2004), definiscono l'attivismo degli azionisti come «l'esercizio e l'implementazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza con l'obiettivo di incrementare lo *shareholder value* nel lungo periodo». Questa definizione ha come punto di partenza i diritti degli azionisti ed esclude, ovviamente, investitori che acquistano strumenti finanziari che non danno questi diritti. Una definizione ancor più semplice di *shareholder activism*, che alcuni identificano anche con *relationship investing* (Gillan e Starks, 2000), è quella proposta da Sjöström (2008), che definisce l'attivismo degli azionisti come l'utilizzo della quota azionaria posseduta per influenzare attivamente le politiche e prassi della società. Lo *shareholder activism* può essere esercitato in diversi modi: scrivendo lettere; dialogando con il management o con il consiglio di amministrazione⁸; facendo domande nelle *open sessions* alle assemblee degli azionisti; e infine con la presentazione di formali proposte da votare in assemblea. Questa definizione può essere applicata sia all'attivismo con finalità economico-finanziarie, che mira a migliorare le performance dell'impresa e a migliorarne la *corporate governance*, sia all'attivismo sociale e ambientale, che cerca una maggiore giustizia nella società e non ha come interesse primario una finalità economica (Judge *et al.*, 2010). Nel volume ci occuperemo esclusivamente dell'attivismo di natura finanziaria.

Altre definizioni particolarmente appropriate sono quelle di Gillan e Starks (2000) e di Bethel *et al.* (1998). Gillan e Starks (2000) definiscono un azionista attivista come un azionista che tenta di cambiare lo *status quo* manifestando la sua contrarietà (*voice*) senza dar luogo a un cambiamento nel controllo dell'impresa. Questa definizione va chiaramente a ricomprendere sia l'attivismo *high-cost* sia forme di attivismo *low-cost* ed esclude il *takeover* come tipologia di attivismo. Bethel *et al.* (1998) definiscono un investitore attivista come colui che annuncia la propria intenzione di influenzare le politiche dell'impresa o che è noto per politiche attiviste nel passato.

Pound (1992) identifica come attivisti imprenditoriali (*entrepreneurial shareholder*) quegli investitori che comprano grossi blocchi del capitale di società quotate allo scopo di provocare cambiamenti e realizzare dei profitti

⁸ Spesso nel volume il termine consiglio di amministrazione sarà sostituito da *board of directors* o più semplicemente *board*.

dall'investimento. Questa definizione, che enfatizza l'aspetto di imprenditorialità dell'attivismo, è stata recentemente ripresa da Klein e Zur (2009; 2010) in una serie di articoli dove si confrontano attivisti imprenditoriali come hedge fund da una parte, e investitori individuali, fondi di *private equity*, *venture capitalist* e società di asset management dall'altra. Data l'enfasi sull'acquisto di partecipazioni rilevanti, è evidente come Pound (1992) consideri l'attivismo *high-cost* come forma unica di attivismo.

Tutte queste definizioni illustrano l'elemento essenziale dello *shareholder activism*, vale a dire l'intervento di un azionista esterno al gruppo di controllo dell'impresa con l'obiettivo di modificare le politiche e strategie aziendali adottate dal management della stessa. Questo intervento è legato a un'azione di monitoraggio e controllo del comportamento dei manager e amministratori dell'impresa. È, quindi, utile porre l'accento su come l'attivismo degli azionisti presupponga e implichi il controllo delle azioni del management dell'impresa da parte di questi azionisti. È chiaro che attraverso lo *shareholder activism* è superato il problema del *free-riding*, per il quale nessun azionista si sobbarca i costi del monitoraggio del management nell'attesa e speranza che altri svolgano questa costosa azione. Possiamo, pertanto, dire che il primo possibile effetto dell'attivismo è di rendere più responsabili gli amministratori delle società nella previsione che, in mancanza di comportamenti che massimizzano il valore dell'impresa, l'azionista attivo farà sentire la sua voce. Come rilevato da Monks e Minow (2008), l'azionista attivo può essere una forza potente per il miglioramento della *corporate governance*, e soprattutto, delle performance dell'impresa.

La definizione di Sjöström (2008) riportata in precedenza evidenzia anche un altro punto fondamentale dello *shareholder activism*: la forma con cui l'azionista interagisce con il management. La scelta di questa forma tra quelle a disposizione dell'azionista, oltre agli aspetti legati ai costi delle varie procedure, è anche legata al modo con il quale l'azionista vuole proporsi nei confronti del management. Infatti, si può ricercare sia un confronto amichevole, ricorrendo a contatti e incontri privati tra le parti, sia uno scontro usando critiche a mezzo stampa e risoluzioni non concordate con il management da votare in assemblea. La decisione su quale modalità utilizzare è funzione di diversi fattori che dipendono dalla natura e tipologia dell'investitore e dalle caratteristiche proprie dell'impresa.

Riguardo alla natura e tipologia di investitore, è ben noto che alcune categorie di investitori preferiscono rapporti amichevoli con il management della società (per esempio fondi comuni), mentre altri (hedge fund su tutti) non disdegnano situazioni di aperto contrasto con gli amministratori. Un ruolo chiave è ovviamente giocato dagli incentivi che questi azionisti hanno