



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA - TREC

PROVA FINALE

L'ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI E LE SHAREHOLDER
PROPOSAL

RELATORE:

CH.MO PROF. CERBIONI FABRIZIO

LAUREANDO: GIACOMO CAMPAGNOLA

MATRICOLA N. 1113005

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

SOMMARIO

INTRODUZIONE	3
1. AGENCY THEORY	5
1.1. IL PROBLEMA DELLA MINORANZA	8
1.2. CONFLITTO TRA DEBITO E CAPITALE	9
2. DEFINIZIONE GENERALE DI SHAREHOLDER ACTIVISM	11
2.1. EVOLUZIONE DELLO SHAREHOLDER ACTIVISM	11
2.2. ATTIVISMO LOW-COST	13
2.2.1. INQUADRAMENTO NORMATIVO: RULE 14A-8	13
2.2.2. ATTIVISMO LOW-COST DEGLI AZIONISTI	14
2.3. ATTIVISMO HIGH-COST	15
2.3.1. LA FIGURA DEI CORPORATE RAIDER	16
2.3.2. I FONDI SOVRANI ATTIVISTI	17
2.4. L'ATTIVISMO IN ITALIA E IL CASO TIM	18
3. DIFFERENZE TRA GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	23
3.1. FONDI PENSIONE PUBBLICI	24
3.1.1. CALPERS	25
3.2. FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO	26
3.3. HEDGE FUND	28
3.4. ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL MONDO	28
4. STUDIO DEI TREND DELLE SHAREHOLDER PROPOSAL NEGLI US	30
4.1. TIPOLOGIE PRINCIPALI DI SHAREHOLDER PROPOSAL	31
4.2. CLIMATE CHANGE	35
CONCLUSIONI	39
BIBLIOGRAFIA	40

INTRODUZIONE

La crisi finanziaria del 2007-09 ha sollevato molti dubbi riguardo ad alcuni aspetti del sistema economico ed ha rilevato come sia importante un'attività di controllo attiva da parte degli azionisti sull'operato del management. Gli azionisti che investono in un'impresa si aspettano un'adeguata ricompensa a bilanciamento del rischio derivante da tale investimento e al contempo pretendono che ci sia una gestione coerente rispetto alle loro aspettative da parte del management.

Questa separazione che si viene a creare tra proprietà e controllo permette talvolta agli amministratori di una società di agire perseguendo i propri personali interessi a discapito di quelli degli azionisti¹. Questo tipo di problema ha due fonti principali: la prima è che i vari attori coinvolti hanno obiettivi e preferenze differenti, mentre la seconda è che i partecipanti hanno informazioni incomplete riguardo alle azioni, conoscenze e preferenze di ciascun soggetto coinvolto. Da qui deriva la necessità di pervenire ad adeguati meccanismi di corporate governance al fine di limitare il potenziale conflitto di interesse tra i vari partecipanti (stakeholders) che operano all'interno dell'ambiente in cui l'impresa svolge la sua attività. Uno di questi meccanismi, attraverso cui gli azionisti possono esercitare una certa influenza sui manager, è lo *shareholder activism*.

Lo *shareholder activism* è un insieme di attività attraverso cui gli azionisti possono influenzare il comportamento di un'impresa esercitando i propri diritti, al fine di estrarre valore da una società che ritengono mal gestita o sottovalutata. Queste attività con cui è possibile esercitare un'influenza sul management consistono nei poteri di *exit*, *loyalty* o *voice*².

Molto importante è sottolineare che negli ultimi anni i *director* dei *board* si trovano sempre più spesso a doversi interfacciare con fenomeni di attivismo da parte degli investitori, a tal punto che la metà dei board ora dichiara di avere questi tipi di contatti. Un dato positivo evidenzia come buona parte dei director (l'80%) ha dichiarato che l'attivismo da parte degli investitori ha permesso alle società di valorizzare meglio la propria strategia e l'allocazione del capitale, seppur il 96% dei director stessi lamentino che il più delle volte gli investitori attivi siano troppo focalizzati ad un profitto sul breve termine³.

Uno degli strumenti più utilizzati è lo *shareholder proposal*. Questa pratica, facendo riferimento agli Stati Uniti, consiste in delle brevi proposte con cui gli azionisti chiedono al

¹ Questo tema verrà trattato in modo più approfondito nel primo capitolo.

² Se gli investitori non sono soddisfatti con le performance aziendali hanno a disposizione principalmente tre scelte: 1) votare con i piedi, ossia vendere le posizioni, 2) mantenere le azioni e far sentire le proprie delusioni, oppure 3) mantenere le azioni e non fare niente. Hirschman (1971) ha categorizzato queste alternative quali: *exit*, *voice* e *loyalty*.

³ Dati tratti da PWC's 2016 Annual Corporate Director Survey.

management di tenere una certa condotta in accordo con quanto stabilito dalla SEC Rule 14a-8. Dette richieste vengono votate dagli azionisti all'assemblea generale, ma anche nel caso dovessero ricevere il supporto della maggioranza queste non sono vincolanti per il management. Possiamo individuare tre macro classi di shareholder proposal: corporate governance, executive compensation e environmental & social policy. Queste macro classi sono a loro volta suddivisibili in categorie minori in ragione del tema affrontato nella specifica shareholder proposal.

Molto spesso la tipologia di investitori che si attivano al monitoraggio del management è costituita dai cosiddetti *institutional investors*, così evidenziando il noto problema del *free riding* nel quale l'investitore che si attiva sostiene tutti i costi che derivano dal monitoraggio condividendo però i benefici con gli investitori passivi.

Gli obiettivi di questo lavoro sono quelli esaminare la letteratura accademica per quando riguarda *l'agency theory* e lo shareholder activism e proporre una giustificazione del trend delle shareholder proposal relativi agli ultimi anni.

Si affronterà dapprima la agency theory elaborata da Jensen e Meckling, discutendo le due tipologie principali di *agency problem*: quella derivante dal conflitto tra *shareholder* e manager e quella derivante dal conflitto tra azionisti di maggioranza e minoranza. Verrà inoltre discusso *l'agency problem* che si può verificare tra i soggetti detentori di equity e quelli detentori di debito.

Si passerà poi allo shareholder activism fenomeno che ha visto una notevole crescita negli ultimi anni. Si esporranno i punti principali rispetto all'attivismo low cost e quello high cost e le principali differenze tra le varie tipologie di investitori istituzionali per quanto riguarda il modo in cui si attivano.

Si conclude con i dati relativi ai trend delle shareholder proposal relative alle imprese appartenenti alla lista Fortune 250, che comprende le prime 250 imprese statunitensi in ragione del fatturato lordo. Si evidenzieranno le varie tipologie di shareholder proposal presentate, il relativo tasso di successo e la categoria di investitori più attivi su questo versante. Nelle successive conclusioni si cercherà di offrire una spiegazione rispetto ai dati emersi.

1. AGENCY THEORY

Nel suo trattato⁴, pubblicato nel 1776, l'economista Scozzese Adam Smith scrisse:

“It is the interest of every man to live as much at his ease as he can; and if his emoluments are to be precisely the same, whether he does or does not perform some very laborious duty, it is certainly his interest, at least as interest is vulgarly understood, either to neglect it altogether, or, if he is subject to some authority which will not suffer him to do this, to perform it in as careless and slovenly a manner as that authority will permit.”

Questo estratto illustra chiaramente il conflitto di interessi che può esistere tra il così detto “agent” e il “principal”. Questi conflitti di interesse furono successivamente formalizzati da Michael Jensen e William Meckling con la loro Agency Theory introdotta nel loro paper del 1976 (Jensen & Meckling, 1976). Più specificamente i due autori definiscono questa relazione da cui poi scaturisce l’agency problem, come “un contratto sotto il quale una o più persone (i principali) ingaggiano un altro soggetto (l’agente) a ricoprire per suo conto una mansione, la quale implichi una delega di autorità all’agente”. Nella letteratura spesso ci si riferisce a questo tipo di conflitto quale azzardo morale (moral hazard)⁵. Una soluzione a questa contrapposizione potrebbe essere rappresentata dalla stipula di contratti completi⁶. Tuttavia nella pratica i contratti completi sono praticamente impossibili da scrivere in quanto è impossibile definire tutti i possibili stati del mondo (Williamson, 1984). Inoltre quei contratti la cui intenzione fosse quella di includere tutti i possibili aspetti riguardo la performance sarebbero proibitivamente costosi da scrivere, quindi in ragione di questi “transaction costs” le parti finirebbero comunque per scrivere un contratto incompleto (Hart, 1995).

Condizione necessaria affinché ciò che abbiamo detto sia valido è quindi il concetto di asimmetria informativa⁷. Infatti se entrambe le parti di un contratto avessero accesso alle stesse informazioni non ci sarebbe nemmeno il problema del moral hazard.

Riconsiderando il modello di Jensen e Meckling, viene tenuto in considerazione non solo il problema dell’asimmetria informativa, ma lo si contestualizza nella realtà aziendale in cui vi è la separazione tra proprietà e controllo. A dimostrazione di ciò, in letteratura, il caso più

⁴ La ricchezza delle nazioni (1776).

⁵ Il Moral Hazard costituisce una forma di opportunismo post contrattuale con cui le parti agiscono egoisticamente a discapito degli interessi della controparte.

⁶ I contratti completi dovrebbero quindi specificare quali azioni dovrebbe intraprendere il management in ogni contingenza e la conseguente distribuzione di profitti per ognuna.

⁷ L’asimmetria informativa si verifica quando una parte (tipicamente l’agente) è in possesso di maggiori informazioni in ragione della posizione di vicinanza che ricopre rispetto al compito da portare a termine.

dibattuto a cui si fa riferimento quando si parla di agency theory è quello che si viene a creare tra manager e azionisti.

A. Berle e G. Means furono tra i primi ad evidenziare la separazione tra proprietà e controllo nel contesto aziendale nel loro libro *The Modern Corporation and Private Property* (si veda a proposito James, 1933). Essi argomentano che l'azionista nell'evoluzione del "corporate system" ha perso un importante diritto che una volta era direttamente derivato dalla proprietà, ossia il controllo. Questo è il risultato di un processo che ha portato l'azionista a ricoprire un ruolo sempre più passivo all'interno dell'azienda. L'azionista infatti finisce per possedere solamente "a piece of paper" che rappresenta una partecipazione su cui spera un giorno di avere qualche tipo di ritorno economico (James, 1933).

La perdita del controllo da parte degli azionisti è stata in gran parte dovuta alla comparsa delle grandi corporazioni. Infatti sarebbe parso inevitabile che, prima o poi, il potere e l'autorità di compiere velocemente importanti decisioni fosse delegato al management, in quanto i meccanismi di voto degli azionisti risultavano troppo lenti e poco maneggevoli per affrontare tutte le situazioni quotidiane, anche perché gli azionisti sono troppo dispersi sia geograficamente che mentalmente (James, 1933).

Tornando al "principal-agent problem", i costi di agenzia derivanti dall'inevitabile contrapposizione di interessi in una relazione principal-agent vengono individuati da Jensen e Meckling in tre categorie:

-Monitoring

-Bonding Costs

-Residual Loss

I costi legati al monitoraggio non consistono solamente negli oneri sostenuti dal principale che osserva e tiene un registro dei comportamenti dell'agente, ma anche nelle misure che il principale è costretto a prendere per evitare che l'agente si comporti in un modo potenzialmente dannoso per la società. I Bonding Costs invece sono costi sostenuti dall'agente per dimostrare al principal che si comporterà nell'interesse del secondo (es. investire nell'azienda personalmente). La Residual Loss è la perdita in cui incorre il principale dovuta al fatto che l'agente potrebbe prendere decisioni che non massimizzano il valore dell'azienda (Jensen & Meckling, 1976).

I due tipi principali di agency problem, da cui derivano poi i costi sopra citati, che possiamo riscontrare in una società quotata ad azionariato diffuso sono rappresentati dai fringe benefit⁸ e dal empire building.

I fringe benefit consistono in servizi di cui il manager può usufruire gratuitamente in aggiunta alla normale retribuzione e, sebbene i benefici di questo emolumento vadano al manager, i costi sono sostenuti dagli shareholders. I costi relativi ai benefit possono riscontrarsi in varie forme, dagli uffici troppo costosi ai jet societari usati per scopi privati etc.

I perk sono spesso compresi nei contratti stipulati oppure si possono riscontrare perché la governance o gli incentivi sono troppo deboli per limitare l'utilizzo degli asset aziendali da parte dei manager. I benefit possono quindi ridurre direttamente il valore dell'impresa se i manager consumano di più di quello che gli è stato consentito dagli shareholder ed indirettamente se i lavoratori osservano le agevolazioni da cui sono esclusi e, demoralizzati reagiscono negativamente diminuendo la produttività del lavoro (Yermack, 2006).

Si può osservare l'impatto dei benefit sul valore della società principalmente attraverso l'utilizzo di aerei privati da parte, in particolare, del CEO, in quanto le regole predisposte dalla SEC rendono i dati rispetto all'uso degli aerei più affidabili rispetto a benefit meno costosi; la SEC infatti predispone una disclosure obbligatoria solo sopra delle soglie fisse, che non sono generalmente innescate da altri tipi di perquisite.

Yermack mostra che quando al CEO viene riconosciuto un aircraft benefit, gli azionisti reagiscono negativamente e si può osservare una caduta media dell'1.1% del valore delle azioni nel momento della disclosure. Sebbene questa riduzione sia significativa non sembra anticipare del tutto l'impatto negativo sul valore azionario di questo tipo di disclosure, infatti in media, queste società sotto preformano il mercato del 4%, che evidentemente rappresenta una perdita maggiore del possibile costo totale dell'insieme dei benefit di cui il CEO usufruisce. Yermack giustifica questo fenomeno sostenendo che i benefit sono pubblicati prima che vengano annunciate brutte notizie, questo perché il CEO tende a posporre l'annuncio di queste notizie una volta che si sia già assicurato i benefit.

Invece il problema del empire building detto anche problema del free cash flow (Jensen & Meckling, 1976), si presenta quando il manager rincorre la crescita piuttosto che massimizzare il valore per gli azionisti. Infatti la crescita non coincide sempre con l'accrescimento del valore aziendale, i manager dovrebbero investire solamente in progetti con VAN positivo⁹. I progetti

⁸ Chiamati più spesso perquisites o perks.

⁹ Alcune volte infatti potrebbe avere senso la riduzione della dimensione dell'azienda chiudendo rami non profittevoli così da aumentare lo shareholder value.

con Van negativo sono quelli in cui l'aspettativa futura dei flussi di cassa è inferiore all'ammontare dell'investimento iniziale. L'empire building si presenta in molte forme, tuttavia la più comune si verifica quando il management si spinge in campagne di acquisto di altre società, talvolta non correlate con il core business societario. Si può interpretare questo atteggiamento come una riluttanza verso la distribuzione di dividendi quando non ci siano investimenti a VAN positivo. Infatti una società in un determinato momento può non avere opportunità di investimento che siano in grado di massimizzare il valore per gli azionisti in quanto ha una limitata gamma di investimenti a disposizione, questo non si verifica per l'azionista, che ha accesso ad un più ampio range di opportunità di investimento.

I manager comportandosi opportunisticamente sono più inclini ad accrescere la dimensione dell'impresa, da cui poi ne ricavano benefici sia a livello di potere che a livello di status nelle società.

1.1. IL PROBLEMA DELLA MINORANZA

Il modello principale-agente si basa, come già detto, sulle premesse di Berle e Means: a mano a mano che le società crescono di dimensione alla fine si verifica, molto spesso, una separazione tra controllo e proprietà. Le società successivamente finiscono per essere gestite da manager professionisti che non detengono quasi nessuna partecipazione al capitale.

In molte società quotate nei mercati azionari si riscontra una presenza di azionisti che detengono una grossa partecipazione e che perciò sono in grado di esercitare un discreto controllo sugli affari societari. In questi casi si possono distinguere due categorie di azionisti: quelli di maggioranza (large shareholder) e quelli di minoranza (minority shareholder). Un rilevante problema di corporate governance si delinea nei rapporti tra azionisti di minoranza e maggioranza, potendo, questi ultimi ledere gli interessi della minoranza in vari modi attraverso comportamenti opportunistici, tra i principali ricordiamo il tunneling.

Ci riferiamo al termine tunneling per indicare il trasferimento di risorse (attività e profitti) da una società all'azionista di maggioranza (Johnson, et al., 2000). Lo si può meglio capire attraverso un esempio. Supponiamo che un'azionista di maggioranza in una società che chiameremo A possieda anche tutto il capitale di una società che chiameremo B.

Egli detiene il 51% di A (la parte rimanente è detenuta da un gran numero di piccoli azionisti) e si trova nella situazione di poter dominare il processo di decision-making della società e la facoltà di trasferire risorse da A a B ottenendo profitti. Ipotizziamo che riesca a trasferire un asset dal valore di un euro da A a B, in questo modo l'azionista riesce a guadagnare 49

centesimi, infatti 1 euro – 51 centesimi = 49 centesimi. Il guadagno rappresentato per l'azionista di maggioranza corrisponde alla perdita subita da quelli di minoranza. Un altro modo con cui l'azionista di maggioranza può guadagnare a danno della minoranza è attraverso il transfert pricing, che consiste nell'applicare sovrapprezzi alla società A per servizi prestati da B. La differenza di prezzo incassata rispetto al valore di mercato finisce nelle tasche dell'azionista che controlla B. Ci si riferisce sia al tunneling che al transfer pricing come related party transactions (Levine, et al., 1997).

1.2. CONFLITTO TRA DEBITO E CAPITALE

Finora ci siamo soffermati sugli agency problem che possono sorgere tra i manager e gli shareholder o tra i vari tipi di shareholder. Si verifica anche un altro tipo di agency problem che si riferisce ad un'altra modalità con cui una società si finanzia, ossia il debito. Nel caso in cui una società sia rimasta con una quota piccola di equity (come nei casi di financial distress), gli azionisti sono incentivati a scommettere usando i capitali dei soggetti che hanno finanziato l'attività tramite il debito, investendo i fondi in progetti caratterizzati da un alto profilo di rischio. Qualora questi progetti dovessero fallire la maggior parte del rischio e delle perdite sarebbero sostenute dai detentori di debito, mentre nel caso in cui i progetti si rivelassero positivi ed in grado di generare grandi payoff la maggior parte di questi guadagni andrebbero nelle tasche dei detentori di capitale di rischio. Se consideriamo che le rivendicazioni dei debitori sono più senior rispetto a quelle degli azionisti, questo implica che qualora gli asset societari non siano sufficienti per far fronte alle rivendicazioni sia dei debitori che degli azionisti, dovranno essere soddisfatti i primi in modo prioritario rispetto ai secondi. Quindi il valore del debito cresce al crescere del valore degli asset della società finché non tocca un limite superiore, questo limite superiore è rappresentato dalla situazione in cui la società ha a disposizione abbastanza asset per rimborsare i debitori e per pagare i relativi interessi.

Il valore del debito, come già detto, è soggetto ad un limite superiore, mentre al contrario non vi è questo limite al valore dell'equity. Questa contrapposizione è ciò che rende sensato agli occhi degli azionisti intraprendere azioni rischiose, in determinate situazioni, sapendo che la maggior parte del rischio è in capo ai detentori di debito, mentre possono rivendicare i guadagni.

Jensen e Meckling sostengono che visto che ci sono agency cost sia per i detentori di capitale che per i detentori di debito, ci debba essere un mix ottimale di finanziamento (una particolare combinazione tra debito e capitale che sia in grado di minimizzare gli agent cost e massimizzare quindi il valore della società). Se consideriamo una società interamente finanziata da debito, gli

agency cost del debito saranno enormi, tuttavia questi cominceranno a diminuire al crescere dei finanziamenti attraverso equity. Qualora invece la società sia finanziata interamente da equity saranno gli agency cost relativi a quest'ultimo ad essere troppo grandi. Essendo il totale degli agency cost corrispondente alla somma tra quelli del debito e del capitale di rischio, si riscontra che il totale dei costi assume una forma curvilinea a U rispetto alla struttura finanziaria che si adotta. Nel punto inferiore di questa curva gli agency cost sono minimizzati.

Riassumendo, in questo capitolo abbiamo discusso il modello del principale-agente.

Il modello enuncia che il principale conflitto di interessi all'interno di una società è tra i manager e gli shareholder. Infatti al crescere del business si arriverà ad uno stadio in cui il fondatore non sarà più in grado tutte le risorse finanziarie necessarie allo sviluppo, cosicché dovranno essere approcciati nuovi investitori. Questo è il momento in cui si verifica la separazione tra controllo e proprietà.

Tuttavia in molte società si può assistere ad un problema diverso dove il conflitto principale risiede tra azionisti di maggioranza e minoranza.

2. DEFINIZIONE GENERALE DI SHAREHOLDER ACTIVISM

Lo shareholder activism può essere definito come l'esercizio e la messa in atto dei diritti da parte degli azionisti di minoranza con l'obiettivo di accrescere lo *shareholder value* nel lungo periodo (Armour & Cheffins, 2009). Questa definizione ha come particolarità l'individuazione quali soggetti attivisti solo quelli detentori dei diritti propri degli azionisti, quindi escludendo tutti quegli investitori che siano in possesso di strumenti finanziari ai quali non siano collegati tali diritti. Una definizione più ampia è quella di Sjostrom (2008) che definisce lo shareholder activism come l'utilizzo della posizione derivante dalla proprietà azionaria per influenzare in modo attivo le policy e la prassi aziendale, quindi al di fuori del solo utilizzo dei diritti propri degli azionisti. Seguendo quest'ultima linea lo shareholder activism viene esercitato attraverso il dialogo con il management e il board delle società e ancora attraverso la formulazione di domande alle assemblee e la sottoscrizione di shareholder proposal (Sjostrom, 2008). Quest'ultima definizione può essere calata sia all'attivismo con finalità economico-finanziarie, orientato al miglioramento delle performance dell'impresa e della corporate governance, sia all'attivismo sociale e ambientale, che ha come obiettivo principale una maggiore giustizia nella società. Da come si può intuire l'aspetto essenziale evidenziato dello shareholder activism è la volontà di intervenire attraverso varie modalità nel controllo della società da parte di un azionista al di fuori del nucleo di controllo con lo scopo di migliorare le strategie aziendali implementate dai manager della stessa. Questo intervento è proiettato verso un'attività di monitoraggio e controllo del comportamento dei manager e degli amministratori dell'impresa. Un altro aspetto importante che viene sottolineato attraverso la definizione di Sjostrom è la forma e le modalità con cui l'azionista decide di interfacciarsi con il management; la scelta di queste modalità è legata sia alle variabili di costo per ogni forma di attivismo, sia al modo con cui l'azionista vuole porsi nei confronti del management; si può immaginare il ricorso ad un confronto amichevole, instaurando contatti privati tra le parti, oppure uno conflittuale che si esprime attraverso critiche a mezzo stampa e risoluzioni non concordate da votare in assemblea.

2.1 EVOLUZIONE DELLO SHAREHOLDER ACTIVISM

La nascita del moderno attivismo viene fatta risalire da Gillan e Starks (2007) al 1942.

In quell'anno la SEC¹⁰ ha introdotto una norma che obbligava il management ad accettare la presentazione in assemblea di proposte di voto da parte dei singoli azionisti, ponendo quindi le

¹⁰ Securities and Exchange Commission (SEC) è l'organo di vigilanza del mercato americano.

basi per la nascita dell'attivismo low-cost¹¹. Questa norma precorre l'attuale Rule 14a-8 che disciplina tutt'oggi la presentazione delle risoluzioni degli azionisti in assemblea negli Stati Uniti.

Fino agli anni '70 al centro del panorama che riguarda l'attivismo ritroviamo principalmente investitori individuali, i quali presero l'appellativo di gadflies¹². Solo con gli anni '80 si assiste alla comparsa di una nuova categoria di investitori attivisti, ossia gli investitori istituzionali¹³. Rispetto allo stesso periodo si deve anche menzionare il contributo all'attivismo apportato dai *corporate raider*. Tuttavia mentre i corporate raider hanno perso peso in seguito alla recessione del 1990-91 e visto il fallimento del loro maggiore finanziatore Michael Milken, l'attivismo degli investitori istituzionali è continuato a crescere anche negli anni Novanta, grazie a cambiamenti normativi che lo hanno facilitato (Croci, 2011).

Nel 1992 la SEC ha reso meno restrittive le regole riguardanti la comunicazione tra azionisti in vista del voto in assemblea, abbassando così i costi e le potenziali passività legali associate con l'attivismo (Gillan & Starks, 2007). L'introduzione nel 1974 di una norma che regola gli standard minimi d'azione per i piani pensionistici nel settore privato ha spinto i fondi ad un maggior attivismo (Croci, 2011). Con questa revisione è stato raccomandato che i fondi pensione corporate votassero direttamente le azioni detenute in portafoglio e non delegassero esternamente questa responsabilità, in quanto l'esercizio del diritto di voto rientra nelle obbligazioni fiduciarie del fondo pensione¹⁴.

Come abbiamo evidenziato la crescita dell'attivismo coincide con la riduzione dei *takeover* disciplinari e l'adozione di clausole antitakeover negli statuti societari e nelle legislazioni degli stati americani sul finire degli anni Ottanta. Questa situazione può essere la chiave di lettura che ci porta a considerare lo sviluppo dell'attivismo quale prodotto del blocco del controllo societario, con gli investitori che cercano diverse possibilità rispetto ai takeover per monitorare i manager e aiutare l'impresa ad ottenere performance migliori.

Negli ultimi anni si è assistito alla comparsa degli Hedge Fund che, come dichiarato da Jonathan Macey professore alla Yale Law School, sono insieme ai fondi di Private Equity, "il più nuovo e consistente fenomeno di corporate governance e probabilmente resteranno importanti e controversi sia all'interno del panorama finanziario che legislativo per molto

¹¹ L'attivismo low-cost sarà trattato nei paragrafi successivi.

¹² Gillan e Starks evidenziano come alla fine del 1982 un terzo delle risoluzioni presentate a 360 società erano opera di tre soggetti: Lewis and John Gilbert e Evelyn Davis.

¹³ L'esempio più celebre è rappresentato dal fondo pensione dei dipendenti pubblici californiani CalPERS.

¹⁴ Interpretative Bulletin 94-2 del Dipartimento del Lavoro del 1994 (Gillan & Starks, 2007).

tempo”. Queste due tipologie di nuovi investitori hanno caratteristiche differenti tra loro che vale la pena sottolineare; mentre infatti gli Hedge Fund hanno quale obiettivo quello di influenzare le decisioni delle imprese target, i fondi di Private Equity al contrario hanno uno scopo più profondo e mirano al controllo della società. (Armour & Cheffins, 2009)

2.2. INTRODUZIONE ALL’ATTIVISMO LOW-COST

Questo capitolo si focalizzerà su uno degli aspetti dello shareholder activism, ossia delle proposte presentate secondo quanto stabilito dalla Rule 14a-8. Questo strumento presenta una caratteristica molto attraente: il costo contenuto. Le risorse da utilizzare per attivarsi attraverso questa modalità sono abbastanza modeste in quanto non è necessario possedere una grande quota di capitale della società d’interesse¹⁵, ci si riferisce pertanto a questo strumento come low-cost (Ferri, 2010). Tuttavia questa facilità d’accesso e d’uso ha comunque un lato negativo; le risoluzioni non sono vincolanti, almeno negli Stati Uniti, per il management. Capire il ruolo e l’efficacia del low-cost activism è fondamentale poiché per alcuni investitori che devono detenere per regola portafogli molto diversificati (come ad esempio i fondi pensione pubblici), l’acquisizione di grandi blocchi azionari non è solitamente possibile¹⁶ ed è spesso molto costoso quando si ha come obiettivi grandi società. Lo stesso Ferri osserva come le risoluzioni degli azionisti siano molto importanti quali strumenti per promuovere cambiamenti a livello di corporate governance, come tale impatto sia funzionale al numero di voti ottenuti in assemblea e come la percentuale di implementazione delle risoluzioni sia particolarmente aumentata dopo gli scandali finanziari del 2001-02 (es. Enron) e le riforme da esse scaturite (es. Sarbanes-Oxley Act negli USA).

2.2.1. INQUADRAMENTO NORMATIVO: RULE 14A-8

La Rule 14a-8 del Security Exchange Act, con riferimento agli Stati Uniti, regola lo strumento principale dell’attivismo low-cost rappresentato dalle proposte di risoluzioni da votare in assemblea. Tale norma prevede che qualsiasi azionista della società che abbia detenuto in modo continuativo per il minimo di un anno un pacchetto azionario il cui valore sia almeno di 2.000\$ possa presentare una proposta corredata da un testo esplicativo non superiore a 500 parole nel materiale distribuito dalla società ai soci in occasione dell’assemblea annuale. Queste proposte richiedono agli azionisti di esprimersi con un voto a favore o contrario rispetto allo specifico

¹⁵ Solitamente ci si riferisce ad un attivismo low-cost quando la quota di capitale posseduta è inferiore al 5%.

¹⁶ A cui viene associato l’high cost activism.

argomento presentato e devono essere presentate almeno 120 giorni antecedenti all'invio dei materiali informativi agli azionisti. Come già sottolineato, un aspetto fondamentale è che tali proposte anche se votate favorevolmente dalla maggioranza in assemblea non sono vincolanti per il consiglio di amministrazione che può quindi legittimamente ignorarle. Le proposte che vengano presentate secondo una formulazione vincolante possono essere escluse dal board in quanto ritenute improprie, da ciò ne deriva che le proposte siano presentate quasi tutte sotto forma di raccomandazioni. Inoltre le società possono cercare di persuadere i proponenti al ritiro delle proposte presentate usualmente accettandole o recependole solo in alcuni punti. Tutte le proposte non ritirate o escluse devono essere incluse nel materiale inviato agli azionisti unitamente alle spiegazioni del board riguardo la loro eventuale contrarietà e votate dall'assemblea annuale degli azionisti.

2.2.2. ATTIVISMO LOW-COST DEGLI AZIONISTI

Cerchiamo ora di esplorare nel dettaglio l'attivismo low cost incentrato sulle risoluzioni presentate in assemblea dagli investitori istituzionali; questi rappresentano un insieme abbastanza eterogeneo di investitori che comprende banche, assicurazioni, fondi comuni, fondi pensione pubblici e privati etc. E' importante sottolineare che nel momento della valutazione dei differenti soggetti attivisti ed i loro risultati è doveroso riconoscere le differenze che esistono tra i vari investitori, quali stili di trading, incentivi dei manager, clientele, normative che li regolano e l'abilità ad ottenere informazioni (Gillan & Starks, 2007).

La natura degli eventi studiati è molto varia e spesso i risultati tendono ad essere in contrasto tra loro; in generale l'attivismo tende ad essere incidentale ed ex-post, questo vuol dire che principalmente gli investitori reagiscono solo al verificarsi di una data situazione come la realizzazione di cattive performance (Armour & Cheffins, 2009).

Sono state definite alcune caratteristiche che rendono le società possibili target dell'attivismo low-cost; a questo proposito risultano soggette all'attivismo società di grandi dimensioni, società con cattive performance, società con prospettive di crescita basse oppure molto indebitate. Anche la dimensione del board e il fatto che il CEO sia anche il presidente del consiglio di amministrazione sono variabili significative rispetto all'attivismo. (Buchanan, et al., 2010).

Per quanto riguarda la tipologia di proposal presentate si nota che gli attivisti sono particolarmente interessati a eliminare vincoli a possibili takeover come per esempio *poison*

*pill*¹⁷, *staggered board* e *supermajority amendment* dagli statuti societari (Gillan & Starks, 2007). Solamente dal 2000 richieste relative a board più indipendenti ed al compenso dei manager sono diventati più frequenti (Gillan & Starks, 2007).

Facendo riferimento allo studio dell'efficacia dell'attivismo questo presenta alcune criticità.

In primis può risultare problematico identificare i casi di attivismo quando questo avviene in privato, in questo caso emergono solo i dati che le parti hanno stabilito di rendere pubblici ad accordo raggiunto, impedendo di raccogliere dati rispetto a tutte le volte in cui le trattative private si sono rilevate fallimentari. In questo modo risultano gonfiati i dati relativi ai casi positivi.

Un secondo problema è rappresentato dalla difficoltà di stabilire un legame causale tra attivismo e cambiamento della governance e conseguentemente della performance aziendale. Thomas e Cotter (2007) trovano che l'annuncio della presentazione di risoluzione da parte degli azionisti ha come effetto una reazione del mercato non significativa, tuttavia ci sono evidenze positive per quanto riguarda studi che hanno considerato sottocategorie di proposte.

Il successo delle iniziative legate alle proposte da votare in assemblea è principalmente legato ad una serie di variabili quali: l'oggetto della proposta, l'identità dello sponsor, la percentuale di capitale in mano agli insiders, la presenza di investitori istituzionali, la governance e la performance dell'impresa (Gillan & Starks, 2007). Dato il loro carattere non vincolante bisogna tenere in considerazione anche il grado di implementazione delle proposte che hanno ricevuto votazioni favorevoli. Ertimur et al. (2010) riportano che nel 2004 il 40% delle risoluzioni hanno avuto esito positivo, contro il solo 16,1% del 1997, quindi vi è un trend positivo identificato anche da Starks e Gillan (2007).

2.3. ATTIVISMO HIGH COST

L'high cost activism si distingue da quello low cost per la natura più onerosa e questo maggiore costo deriva dalla dimensione della partecipazione azionaria che l'investitore acquista¹⁸ e da cui deriva anche una maggiore capacità di controllo ed influenza rispetto all'operato dell'azienda considerata. Possiamo identificare due grandi categorie di investitori, le quali possono essere ulteriormente scomposte in tipologie più specifiche, ossia gli azionisti di controllo e *blockholder*¹⁹ (Croci, 2011). La differenza principale tra queste due classi di investitori è che la

¹⁷ Sono manovre difensive anti scalata che una società decide di emanare, dette anche pillole avvelenate.

¹⁸ Infatti si può parlare di high-cost activism quando la dimensione della partecipazione detenuta da un investitore supera il 5% del capitale.

¹⁹ Un blockholder è un investitore in grado di esercitare una certa influenza sulla società in ragione della partecipazione posseduta.

prima detiene una quota azionaria in grado di permetterle di gestire la società, mentre la seconda cerca di influenzare le varie decisioni attraverso determinate azioni di attivismo.

Tra il 1990 e il 2009 sono state target di acquisizioni di blocchi di minoranza²⁰ il 14% delle società quotate del mondo, con una quota di equity acquisita mediamente intorno al 16% per ogni impresa (Liao, 2014). Liao più sorprendentemente afferma che anche le società private sono spesso soggette ad offerte di acquisizione di blocchi minoritari. Le società che beneficiano maggiormente dalla vendita di blocchi azionari sono quelle che hanno una disponibilità finanziaria limitata, ma al contempo hanno ampi presupposti di crescita. Queste operazioni manifestano ritorni sull'investimento più grandi quando le acquisizioni sono portate avanti da aziende operanti nello stesso settore (Liao, 2014).

Gli investitori che decidono di acquisire un blocco di controllo di una società rinunciano a diversificare la propria ricchezza in modo ottimale, questo perché tale rischio può essere compensato da due principali vantaggi. Questi vantaggi sono la consistenza dei dividendi attesi che la società distribuirà e i benefici privati che derivano dal vantaggio di voto derivante dalla quota azionaria detenuta (Crocì, 2011). I vantaggi privati possono consistere in un valore personale, che deriva dal fatto di essere in controllo di una società, o altri motivi quali i perquisites ed il tunneling. E' legittimo presupporre che gli investitori individuali traggano maggiori benefici privati dalle acquisizioni e questo è ulteriormente supportato dal fatto che questi sono disposti a sborsare somme di danaro più elevate rispetto agli investitori corporate²¹. Un altro aspetto importante è quello di non considerare questa tipologia di investitori (quelli che detengono quote superiori al 5%) in un unico calderone dove si perdono i tratti caratteristici di ciascuna categoria individualmente considerata, infatti questi possono avere strutture e incentivi differenti.

Di seguito propongo una breve distinzione tra corporate raider e fondi sovrani.

2.3.1. LA FIGURA DEI CORPORATE RAIDER

I corporate raider sono spesso investitori individuali che investono grandi somme di denaro in una società, da qui ne scaturisce un maggior incentivo a porre in essere attività di monitoraggio. Di tutti i partecipanti al mercato del controllo, i corporate raider sono tra quelli che più hanno

²⁰ Come è già stato detto queste acquisizioni riguardano blocchi compresi tra il 5% e il 50% del capitale.

²¹ Risultati che emergono da uno studio condotto da Barclay e Holderness (1989).

attirato un gran numero di critiche negative. Infatti i corporate raider sono stati sempre visti quali soggetti che riducono la ricchezza degli altri azionisti (Sheehan & Holderness, 1985)²². In particolare Sheehan e Holderness si interrogano su due questioni riguardanti i sei investitori sopra menzionati e più in generale i corporate raider. Prima di tutto se i dati supportano le tesi secondo cui questi investitori riducono la ricchezza degli altri investitori ed in seconda battuta quale sia il ruolo nel mercato dei corporate raider. Le conclusioni sono che mediamente gli azionisti delle società target dei sei hanno visto un *abnormal return* positivo nel momento dell'annuncio dell'acquisto di azioni da parte loro. Concludono affermando che i sei sono stati fondamentali per il miglioramento delle società target e che sono state scelte come obiettivi società sottovalutate.

2.3.2. I FONDI SOVRANI ATTIVISTI

Un'altra categoria di investitori che è in grado di esercitare un'attività di monitoraggio nei confronti del management e sugli azionisti di controllo sono i *Sovereign Wealth Funds*, si tratta di fondi che gestiscono i portafogli dei governi di stati sovrani. Sono state proposte molte definizioni dei SWF, delle quali una plausibile è quella di veicoli di investimenti posseduti dai governi con un orizzonte temporale di lungo periodo, con l'obiettivo di provvedere ad una ottimale diversificazione ed assicurare un ottimo ritorno-rischio per le nazioni (Kotter & Lel, 2011).

In generale i SWF identificano le società target in base alle basse performance, alle situazioni di financial distress e cash constraint (Kotter & Lel, 2011).

Una particolarità che riguarda principalmente i fondi sovrani è la possibilità che possano perseguire obiettivi politici (come cercare di raggiungere scopi di natura sociale non finanziaria, quali l'aumento del livello di occupazione etc.), diversi rispetto a quelli della massimizzazione del valore azionario, quindi gli incentivi e le attività di questi fondi potrebbero differire rispetto a quelle degli investitori privati.

Tuttavia Dewenter et al. (2010) affermano che le azioni delle società target al momento dell'annuncio della acquisizione da parte di questi fondi mostrano un abnormal return positivo, al contrario il rendimento è negativo al momento che questi fondi liquidano le azioni della società in portafoglio. Questo dimostra che le acquisizioni portate a termine da questi fondi nascondono informazioni positive rispetto alle società target. Questo può essere spiegato con

²² Emblematico è il caso dei cosiddetti sei investitori (six investors): Carl Icahn, Irwin Jacobs, Carl Lindner, David Murdock, Victor Posner e Charles Bluhdorn.

l'abilità che questi fondi hanno di influenzare i governi domestici a vantaggio delle aziende possedute, soprattutto in settori molto regolamentati (Dewenter, et al., 2010).

2.4. L'ATTIVISMO IN ITALIA E IL CASO TIM

Il contesto italiano è caratterizzato dalla presenza di grandi azionisti di controllo, una forte connessione tra le società e un ruolo marginale del mercato. L'agency problem che si verifica più spesso all'interno delle società è quello tra gli azionisti di controllo (che sono spesso grandi famiglie che detengono la maggioranza del capitale) e gli azionisti di minoranza. L'alto livello di concentrazione della proprietà relega ad un ruolo secondario la minoranza, cosicché alle assemblee annuali rimane solo il compito formale di approvare ciò che in pratica è già stato deciso (Bianchi, et al., 2005). Questo spiega il basso livello di presenza degli azionisti di minoranza alle assemblee in Italia sia in termini assoluti che relativi rispetto all'Europa. Inoltre un nodo che ha storicamente contribuito al basso livello di partecipazione alle assemblee, soprattutto per quanto riguarda gli investitori istituzionali, riguarda un aspetto tecnico circa le modalità di presentazione dei voti.

Fino all'introduzione nel 2010 della *record date*²³ le azioni risultavano non trasferibili per alcuni giorni prima della riunione degli azionisti al fine di elaborare i rispettivi diritti di voto. Questo blocco rendeva l'esercizio del diritto di voto più costoso in quanto limitava il diritto di trasferibilità delle azioni. A causa della scarsa partecipazione gli azionisti di minoranza rischiano di perdere la loro funzione di vigilanza; tuttavia il diritto italiano fornisce alcuni strumenti idonei ad incentivare la partecipazione degli azionisti e degli investitori istituzionali. In particolare il quadro normativo che disciplina l'attivismo low cost in Italia consiste principalmente nel d.lgs. 27 gennaio 2010 n.27 con cui è stata recepita la Direttiva Europea 2007/36/CE, incentrata sui diritti degli azionisti e la loro partecipazione in assemblea. In particolare, tra i punti principali, è previsto che gli azionisti che, individualmente o congiuntamente, detengano almeno il 2,5% del capitale sociale, entro 10 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, possano:

- chiedere l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare all'ordine del giorno;
- presentare proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno.

²³ Tale meccanismo individua il presupposto per poter esprimere il proprio voto in Assemblea, cioè identifica il momento in cui il soggetto che richiede di partecipare all'assemblea deve essere titolare delle azioni. In particolare la legittimazione all'esercizio del diritto di voto è attribuita a coloro che risultano titolari delle azioni il settimo giorno precedente la data dell'Assemblea. Le movimentazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea.

Inoltre è previsto il diritto dei soci di far pervenire delle domande sulle materie che saranno trattate in assemblea alle quali la società ha l'obbligo di rispondere.

E' da precisare che le questioni che i soci pongono sui temi in agenda non corrispondono alle shareholder proposal negli US. Difatti sono domande alle quali non è collegata obbligatoriamente una votazione, ma necessitano solamente di risposte che la società deve dare prima della fine dell'assemblea. L'affinità maggiore con le proposal di stampo americano si può riscontrare con il diritto che hanno gli azionisti ad integrare l'elenco delle materie da trattare durante l'assemblea con la sostanziale differenza che in Italia è necessario possedere il 2,5% del capitale sociale per presentare questo tipo di risoluzioni.

Importante è anche la legge per la tutela del risparmio di fine 2005 con la quale viene introdotto il voto di lista per il Cda di tutte le società quotate che rappresenta uno dei momenti più importanti per quanto riguarda l'attivismo low cost.

Nella maggioranza delle società quotate italiane i membri del Cda sono eletti con il metodo maggioritario, tale metodo prevede l'attribuzione della maggior parte dei posti in consiglio alla lista più votata; i posti restanti sono assegnati alle altre liste (liste di minoranza) concorrenti in base a quanto determinato dallo statuto societario. Alla Consob è stato demandato il compito di determinare le soglie azionarie minime da detenere per poter presentare una propria lista di candidati. Il quorum individuato varia a seconda della capitalizzazione della società, ma non può essere superiore al 2,5% e inferiore allo 0,5% e dev'essere scritto nello statuto.

Dopo aver esposto brevemente le disposizioni principali che regolano l'attivismo si presenta di seguito un caso riguardante la società TIM.

Nei primi mesi del 2018 si è assistito allo scontro tra il fondo americano attivista Elliott Management Corporation e Vivendi²⁴ per la nomina del consiglio di amministrazione di TIM S.p.A. Elliott giustifica tale presa di posizione affermando che la società sia gestita negli interessi di Vivendi e che solo un consiglio di amministrazione realmente indipendente possa essere in grado di migliorarne la governance e il rendimento. In particolare il fondo americano individua tre criticità nella gestione di TIM²⁵:

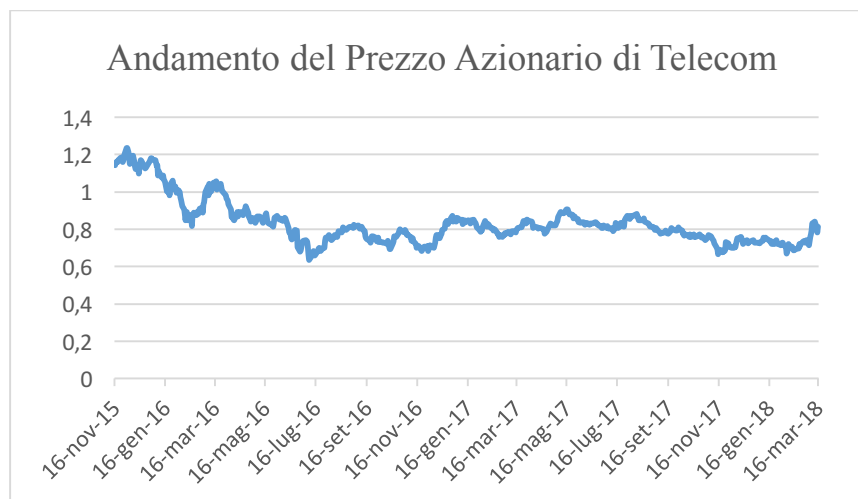
- **Profondo e Persistente Corso Azionario al Ribasso**
- **Insuccessi Strategici**
- **Problemi nella Gestione Societaria e Conflitti di Interesse**

²⁴ Socio di maggioranza di Telecom Italia S.p.A. con una quota del 23,94%.

²⁵ Criticità individuate dal fondo Elliott nella lettera ai soci di Telecom Italia del 16 marzo 2018.

Dal dicembre 2015, momento in cui si è insediato il consiglio di amministrazione targato Vivendi le azioni ordinarie Telecom Italia, come mostrato nella Grafico 3.1, hanno visto un forte ribasso del prezzo²⁶, nonostante il miglioramento dei fondamentali come si può notare dalla Tabella 3.2.

Grafico 3.1



Fonte: Elaborazione personale con dati tratti da Yahoo Finance

Tabella 3.2²⁷

	2017					2016					2015				
	1	2	3	4	Tot.	1	2	3	4	Tot.	1	2	3	4	Tot.
RICAVI	4819	4953	4907	5149	19.828	4440	4656	4834	5086	19.016	5054	5047	4777	4841	19.719
EBITDA	1990	2124	2099	1577	7.790	1712	2014	2152	2124	8.002	2033	1606	1983	1384	7.006
EBIT	865	1006	963	457	3.291	704	983	1081	954	3.722	981	807	1018	157	2.963
UTILE	225	429	476	157	1.287	504	601	505	356	1.966	261	184	495	-279	661

Fonte: Tim Corporate

Per quanto riguarda invece gli insuccessi strategici viene criticata la struttura obsoleta del capitale che non garantisce a tutti gli azionisti gli stessi diritti di voto e patrimonialità, in questo modo si permette a Vivendi di avere un numero di voti sproporzionato rispetto all'investimento economico. Viene anche disapprovata la gestione degli asset aziendali. In particolare Elliott afferma che la quotazione o lo vendita parziale di NetCo²⁸ ne comporterebbe la massimizzazione del valore e al contempo si otterrebbe una diminuzione dell'indebitamento. Rispetto all'ultima criticità Elliott sottolinea come la mancanza di leadership (3 CEO in due anni) abbia portato gli investitori ad applicare tassi di sconto maggiori sul prezzo delle azioni

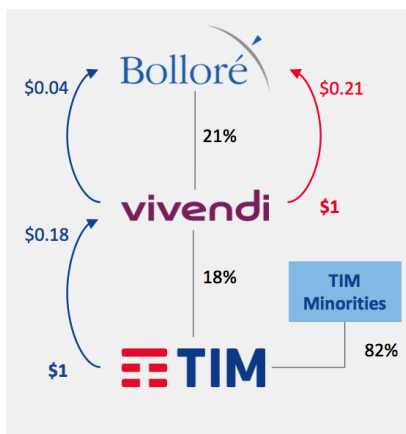
²⁶ Dalla fine di novembre del 2015 alla metà di marzo 2018 si è assistito ad un ribasso di circa il 35%.

²⁷ Dati in milioni di euro.

²⁸ Società controllata al 100% da Telecom Italia che si occupa della manutenzione e gestione della rete telefonica/internet.

comportandone una sottovalutazione. L'hedge fund ha in ultimo evidenziato come ci siano interessi a spostare valore da Tim a Vivendi in modo tale che il gruppo Bolloré²⁹ possa trarne vantaggio.

Al contrario Vivendi in una nota rilasciata il 17 aprile 2018 sottolinea come da giugno 2017 Tim abbia avuto una performance superiore del 17% rispetto ai peer (indice Stoxx Europe 600 Telecom), sostenendo che l'hedge fund americano abbia come vero obiettivo quello dello



Fonte: Transforming TIM

smantellamento del gruppo per ricavare valore in un'ottica di breve termine e non di sostenere la strategia di lungo periodo del CEO, Amos Genish, come in realtà dichiarato.

Il primo contatto del fondo con TIM si è avuto il 6 marzo quando con una nota comunica al mercato il suo interessamento nei confronti di TIM.

Successivamente il 14 marzo con l'assemblea incombente programmata per il 24 aprile e nessuna elezione del consiglio di amministrazione all'ordine del giorno il fondo, detenendo il 2,53% del capitale, ha presentato una proposta richiedendo di sostituire i sei amministratori del board affiliati a Vivendi con membri indipendenti. In risposta otto dei quindici amministratori del Cda di Tim si dimettono innescando una nuova elezione del consiglio in una riunione speciale del 4 maggio.

Perché effettuare una tale manovra solo per andare al voto qualche giorno dopo? Come abbiamo già detto in Italia i consiglieri sono eletti da liste concorrenti proposte dagli azionisti. In particolare lo statuto di Telecom prevede che vengano riservati i due terzi dei posti per la lista vincitrice e un terzo per la lista di minoranza. Quindi la manovra di Vivendi ha permesso di spostare i termini del voto garantendo al colosso francese di mantenere una propria rappresentanza nel consiglio di amministrazione anche in caso di sconfitta. Inoltre Vivendi in questo modo spera di frammentare l'asse della minoranza confidando che vengano presentate più liste.

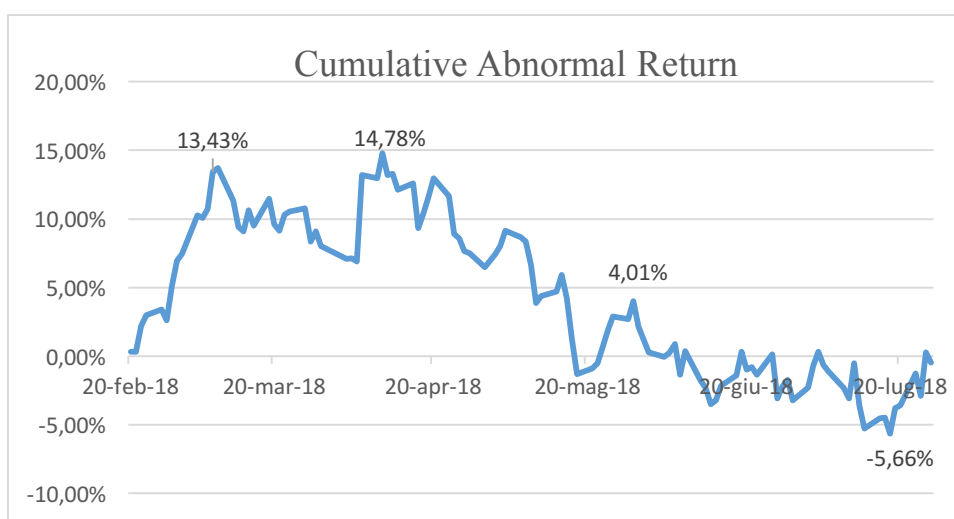
Perciò al posto di votare all'assemblea ordinaria la proposta presentata da Elliott ad integrazione dell'ordine del giorno, se sostituire o meno gli affiliati di Vivendi nel board, gli azionisti devono scegliere un nuovo consiglio tra diverse liste all'assemblea del 4 maggio.

²⁹ Azionista di maggioranza di Vivendi.

All'assemblea del 4 maggio sono presenti i seguenti soci che dispongono di azioni con diritto di voto in misura superiore al 3%: Vivendi S.A. con il 23,94% del capitale con diritto di voto, Paul E. Singer con un possesso indiretto dell'8,85% del capitale con diritto di voto detenuto tramite le società controllate Elliott International, Elliott Associates LP e The Liverpool Limited Partnership come ultimo Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. con il 4,78% del capitale con diritto di voto.

Le liste presentate sono solo quelle di Vivendi e di Elliot con dieci membri ciascuna. Dalle votazioni emerge vincitrice la lista presentata dal Fondo Americano a cui vengono attribuiti i due terzi delle nomine (10 membri) come da statuto, alla lista di minoranza spetta invece il terzo rimanente (5 membri). Fondamentale è stata la decisione di CDP di sostenere la lista presentata da Elliott.

Grafico 3.3



Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda la reazione del mercato a questi eventi si evidenziano dei rendimenti anomali positivi a cominciare dalla fine di febbraio come mostrato nel Grafico 3.3. Questo effetto sembra però riassorbirsi verso la fine di maggio indicando possibilmente una reazione inizialmente troppo eccessiva da parte del mercato. Non si può quindi ancora dire con certezza quale sia stato l'effetto dell'attivismo del Fondo Elliott.

3. DIFFERENZE TRA GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Gli investitori istituzionali sono spesso raggruppati sotto un'unica etichetta, ma presentano molte differenze tra loro. A seconda del tipo di investitore possono variare le scelte relative alla raccolta di informazioni, la vendita dei titoli e l'impegno ad influenzare il management. Donald Nordberg (2008) individua tre principali strategie che gli investitori istituzionali possono perseguire, ossia *docile*, *walker* e *activist*. I primi rimangono passivi e non hanno interesse ad avere alcun contatto con il management delle società nei loro portafogli. Come vedremo più avanti questo tipo di strategia ha senso per i fondi che si pongono lo scopo di replicare l'andamento di uno specifico indice di mercato e che cercano di competere attraverso la minimizzazione dei costi di gestione. Al contrario i *walker* gestiscono i loro titoli attivamente comprandoli e vendendoli a seconda delle prospettive di crescita che intravedono; solitamente cercano di avere delle performance superiori al mercato. Questa tipologia di investitori può avere un grande impatto sulle politiche e sulla governance di una società, infatti se il prezzo delle azioni scendesse molto potrebbe essere compromessa la capacità di una società di raccogliere capitali sia sul mercato dell'equity che su quello del debito. L'aumento del costo del capitale derivante da queste attività di trading rende le società meno competitive, riducendo la loro profittabilità e costringendo il management a cambiare direzione. Il terzo atteggiamento è quello rappresentato dagli *activist* che cercano di influenzare le azioni del management. Gli *activist* usano i loro diritti di voto e tutti quelli più in generale derivanti dalla proprietà per manifestare il proprio dissenso rispetto alla strategia proposta dal management.

Per comprendere le ragioni che spingano le differenti tipologie di investitori a preferire una determinata strategia rispetto ad un'altra, Chen et al. (2007) studiano questi gli investitori istituzionali in un contesto che tiene conto dei costi e dei benefici tra monitoraggio e trading. Questi concludono che il vantaggio netto del monitoraggio cresce all'aumentare di tre variabili:

- la dimensione della partecipazione;
- il tempo di permanenza come azionisti in quella determinata società;
- il grado di indipendenza³⁰.

Fintantoché si considera il costo di raccogliere e analizzare le informazioni quale una componente fissa, si potrà beneficiare di economie di scala nell'attività di monitoraggio all'aumentare della partecipazione posseduta. Man mano che le conoscenze rispetto ad una società e al suo management crescono nel tempo, aumenterà anche la capacità di processare a costi minori le nuove informazioni raccolte ed aumenterà anche la loro qualità. L'assenza di

³⁰ Intesa come assenza di legami commerciali tra l'investitore istituzionale e la società target.

legami commerciali con la società target invece permette di sfidare il management riguardo decisioni non condivise diminuendo eventuali conflitti di interesse.

I costi del trading includono: i costi diretti sulle transazioni, l'effetto negativo sui prezzi delle azioni e il costo derivante dall'individuazione di un'altra società su cui investire. Questa serie di costi aumentano col crescere della dimensione della quota e del periodo di tempo che si possiede la partecipazione. Ci sarà un beneficio dall'attività di trading solo se si possiedono informazioni superiori rispetto a quelle possedute da altri soggetti, queste informazioni possono riguardare il breve periodo (specifici eventi della società) o il lungo periodo (dati generali rispetto all'andamento della società), quest'ultime sono il prodotto dell'attività di monitoraggio (Chen, et al., 2007).

3.1. FONDI PENSIONE PUBBLICI

Data la loro dimensione i fondi pensione pubblici possono beneficiare di importanti economie di scala. Tuttavia vi sono dei dubbi riguardanti l'abilità dei fondi pensione di rendersi promotori di campagne attiviste. Romano (1993) a questo proposito afferma che le pressioni politiche a cui sono sottoposti questi fondi al fine di investire in determinate società e in altre forme di investimenti riguardanti tematiche sociali pongono importanti limiti all'effettività dell'attivismo dei fondi pensione pubblici. Molto spesso i manager di questi fondi perseguono una propria personale agenda politica (Kahan & Rock, 2007). Rappresentativa è la documentazione del caso TIAA-CREF presentata da Carleton et al (1998) in cui si sottolinea che i benefici dell'attivismo dipendono dal tipo di problema di governance che viene affrontato; in particolare si riscontrano rendimenti anomali negativi per quanto riguarda tematiche sociali e di diversità di genere nei board. Queste affermazioni sono in linea anche con quanto esposto da Woidtke (2002) che sostiene che molto spesso l'attivismo dei fondi pensione sia spinto da incentivi politici e che genericamente intorno a tali eventi si osservano rendimenti negativi. Al contrario Del Guercio e Hawkins (1999) affermano che la mancanza di consenso verso l'efficacia dell'attivismo dei fondi pensione può derivare dall'eterogeneità degli obiettivi dell'attivismo e dalle diverse strategie di investimento che sono poste in essere da questi fondi. L'eterogeneità tra i vari fondi, per esempio, può derivare da quanto questi siano differentemente indicizzati. I fondi indicizzati non hanno la scelta della "Wall Street Walk", ossia l'opzione di vendere quando insoddisfatti delle performance azionarie delle società. Possiamo affermare, allora, che a differenza dei fondi pensione gestiti attivamente, i fondi indicizzati hanno incentivi a promuovere effetti di spillover volti ad aumentare le performance del mercato azionario nel suo insieme, invece che concentrarsi nell'intraprendere azioni di attivismo rivolte

a singole società. La pubblicità viene individuata quale ottimo strumento per promuovere questi effetti di spillover, in quanto è capace di influenzare non solo le società target, ma anche tutte quelle che osservano (Del Guercio & Hawkins, 1999). Queste osservazioni possono trovare supporto anche dall'affermazione fatta da Monks e Minow³¹ (1995) che “forse il contributo più significativo dei fondi pensione pubblici è quello di rendere il mondo un posto scomodo per gli amministratori di società con performance non soddisfacenti”.

Un'altra fonte di eterogeneità è la natura interna o esterna del management. I fondi che delegano l'attività di investimento a manager esterni impediscono che si crei un legame tra gli sforzi dell'attivismo e le scelte di investimento, in questo modo si impediscono eventuali possibilità di trading su qualsiasi informazione specifica derivante dal loro attivismo. Questo è importante perché gli investitori grandi abbastanza da essere capaci di influenzare il management hanno accesso a possibili fonti di guadagno escluse agli investitori ordinari. Possiamo quindi dire che i fondi gestiti internamente e attivamente, al contrario dei fondi indicizzati non hanno incentivi a pubblicizzare i loro sforzi di attivismo per evitare problemi di free riding.

Differenze rispetto alle strategie di investimento e all'attivismo le possiamo anche riscontrare sul tipo di proposal presentate. Possiamo aspettarci che i fondi gestiti internamente siano propensi a presentare shareholder proposal con un alto grado di specificità rispetto alle caratteristiche della società, mentre i fondi con obiettivi rivolti maggiormente verso l'efficienza dell'intero mercato si renderanno sponsor di proposal che abbiano benefici più generali. Per quanto riguarda le società target ci aspettiamo che queste siano sotto performanti rispetto al mercato, in questo modo ci sono maggiori possibilità di profitti per i fondi gestiti attivamente e in genere sono società che attirano maggiormente l'interesse della stampa da cui ne traggono vantaggio i fondi indicizzati promotori di spillover. I fondi pensione hanno a disposizione anche un altro modo, seppur indiretto, per incoraggiare l'azione di monitoraggio, ossia quello di investire in Hedge Fund attivisti. E' ben noto infatti che i fondi pensione siano tra i maggiori investitori in fondi di private equity e hedge fund, investimenti alternativi che concorrono alla diversificazione del loro portafogli (Crocì, 2011).

3.1.2. CALPERS

CalPERS ha attirato l'attenzione in campo accademico per il ruolo di leader tra i fondi pensione attivisti. La strategia attivista di questo fondo è stata quella non tanto di puntare sull'acquisto

³¹ Si veda a proposito Del Guercio & Hawkins, 1999.

di blocchi di controllo, ma di puntare sulla pubblicazione dei nomi delle società su una lista che hanno avuto performance passate inferiori alle aspettative (Wu, 2004).

Wu (2004) in particolare utilizza la Focus List per studiare l'impatto dell'opinione pubblica su tre aspetti:

- come cambia la struttura dei board
- quali sono gli effetti sulla carriera dei manager delle società obiettivo
- la probabilità di licenziamento del CEO

I risultati sottolineano come abbiamo già detto sopra che la pubblica opinione può avere importanti effetti. Wu scopre che essere nominati da CalPERS porta ad una riduzione del numero di director nei board che si realizza principalmente tramite la diminuzione degli insider director. Oltretutto i director delle società nominate hanno basse probabilità di entrare a far parte di altri board nel futuro, inoltre aumenta la probabilità che il Ceo venga licenziato.

Quindi possiamo concludere che gli sforzi di CalPERS nel movimentare l'opinione pubblica sono efficaci nell'obbligare le società colpite a migliorare la loro governacene. Tuttavia c'è il timore che le società nominate siano in grado di compire solo cambiamenti di facciata al fine di essere rimosse dalla Focus List, senza porre in essere miglioramenti in grado di avere impatti positivi sulle performance future.

3.2. FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

I fondi comuni di investimento sono soggetti ad una serie di svantaggi che compromettono la loro abilità di monitoraggio. Questi svantaggi possono essere raggruppati in tre categorie: vincoli normativi, incentivi inadeguati e conflitti di interesse (Kahan & Rock, 2007).

a) Vincoli Normativi:

I fondi comuni di investimento, con riferimento agli Stati Uniti, sono chiamati a rispettare una speciale *disclosure* che non tocca invece altri soggetti. In particolare devono esporre in liste semestrali l'ammontare e il valore delle azioni che possiedono³², inoltre sono obbligati ad indicare in che modo abbiano votato le azioni possedute in portafoglio. Questo rende difficoltoso per i mutual fund accumulare posizioni su determinate società senza che queste ne vengano a conoscenza.

Per beneficiare di sgravi fiscali devono rispettare dei requisiti di diversificazione in accordo con quanto stabilito dal capitolo M del Internal Revenue Code del 1986 (Kahan & Rock, 2007).

³² Investment Company Act of 1940

In particolare un fondo non può possedere più del 10% delle azioni in circolazione di una società ed il valore delle azioni non può comunque costituire più del 5% del valore degli asset del fondo. Questi requisiti limitano la possibilità di possedere grandi partecipazioni in singole società, anche se potrebbero non rappresentare vincoli così stringenti per fondi di grosse dimensioni.

Un altro fattore che limita la possibilità di accumulare grandi posizioni è la necessità di dover essere sempre pronti a liquidare i titoli di eventuali azionisti del fondo che decidano di monetizzare con scarso preavviso, rendendo di conseguenza pericolose le decisioni di investimenti illiquidi e difficilmente valutabili³³. Alla luce di quanto esposto la SEC ha rilasciato delle linee guida rispetto ai limiti di investimenti illiquidi individuandone una soglia massima del 15% del valore netto degli asset del fondo.

b) Incentivi al monitoraggio

La mancanza di incentivi è particolarmente pronunciata per i manager di fondi indicizzati. Il compito di questi manager è quello di replicare l'andamento dell'indice a cui fanno riferimento entrando in concorrenza con altri fondi che hanno come obiettivo lo stesso indice. Dato che questi fondi competono principalmente sulla base delle spese di gestione, e l'attivismo è di per sé costoso, non ci saranno incentivi per portare avanti campagne attiviste.

I fondi comuni calcolano le loro commissioni non in ragione della performance del fondo, ma basandosi su una percentuale del valore netto degli asset. Questo meccanismo di calcolo delle commissioni non incentiva all'attivismo. Ovviamente anche i fondi comuni traggono benefici da ottime performance seppur indirettamente. Si è dimostrato infatti, che i fondi che ottengono delle performance migliori rispetto ai loro concorrenti sono in grado di raccogliere più capitale dagli investitori nel periodo successivo.

Tuttavia gli incentivi sulla performance del fondo rispetto alla nuova raccolta di capitali sono differenti rispetto a quelli ottenuti tramite nuovi profitti. Mentre la seconda è una funzione della performance assoluta del fondo, la prima è una funzione della performance relativa rispetto all'andamento dei fondi con obiettivi simili. L'attivismo aumenterà il rendimento relativo solamente se il fondo che si è attivato possiede una partecipazione maggiore rispetto agli altri fondi nella società target e comunque i costi dell'attivismo devono essere minori dei profitti differenziali.

³³ Il prezzo di riscatto dell'azione del fondo dipende infatti dal valore netto degli asset del fondo.

c) Conflitti di interesse

Molti fondi comuni sono affiliati o controllati da altri soggetti quali banche e assicurazioni.

I manager dei fondi possono essere riluttanti ad inimicarsi potenziali futuri clienti della società madre attraverso campagne attiviste. Per il fondo il modo più veloce e sicuro per evitare problemi di affiliazione è quello di rinunciare a priori all'attivismo, in questo modo il fondo non si deve preoccupare di differenziare le società in portafoglio tra clienti della società madre o clienti indipendenti e la società madre non si dovrà preoccupare che il fondo interferisca con i suoi business.

3.3. HEDGE FUND

L'attivismo degli hedge fund si distingue dall'attivismo posto in essere da altri grandi investitori per una serie di motivi.

Primo, i manager degli hedge fund hanno forti incentivi finanziari a fare grandi profitti. In genere il loro compenso è formato da un 20% di *incentive fee* (20% dei profitti) e un 2% di *management fee* (sui capitali raccolti) (Anson, 2006). Inoltre molto spesso i manager stessi investono somme sostanziali nel fondo. Questa struttura compensativa del management contrasta con quella dei fondi pensione e dei fondi comuni che in genere non permettono al management di catturare una porzione significativa dei guadagni.

Secondo, gli hedge fund non sono soggetti a regolamentazioni troppo severe e stringenti in quanto non sono strumenti di investimento disponibili al pubblico, ma solo ad investitori istituzionali e un numero limitato di investitori accreditati (Kahan & Rock, 2007). Per esempio, siccome non vi è nessuna regolamentazione che richieda agli hedge fund di mantenere un portafoglio diversificato, possono comprare partecipazioni molto grandi e concentrate più facilmente.

Terzo, questi fondi sono soggetti a meno conflitti di interessi rispetto agli altri investitori istituzionali. Come ultimo punto richiedono un tempo minimo di investimento ai soci così da avere la possibilità di poter investire in strumenti finanziari meno liquidi senza avere il timore di dover affrontare improvvise richieste di disinvestimento. (Brav, et al., 2010).

3.4. ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL MONDO

Ferreira e Matos (2008) studiano i ruoli svolti dagli investitori istituzionali quasi in trenta paesi. Essi scoprono che gli investitori stranieri tendono a comprare titoli di società quotate negli Stati Uniti, con elevato fatturato all'estero, cercando di evitare società con alti dividendi. I due autori affermano che le società del paese domestico il cui capitale è detenuto in misura maggiore

rispetto ad altre imprese da investitori stranieri manifestano valutazioni di mercato più alte e migliori performance operative. Da questo si può concludere che il monitoraggio posto in essere dagli investitori stranieri è in grado di apportare benefici alle società target.

Aggarwall et al (2011) ad integrazione del lavoro dei due autori sopra citati sostengono che ci sono anche impatti positivi sulla governance delle società prese di mira. Inoltre il CEO di società che hanno ottenuto risultati deludenti ha una probabilità più alta di essere licenziato quando c'è la presenza di investitori istituzionali stranieri. Anche nelle attività di fusione e acquisizione cross-border gli investitori istituzionali giocano un ruolo centrale. Infatti l'intensità delle attività di M&A è positivamente associata con la presenza di investitori istituzionali. Possiamo quindi dedurre che gli investitori istituzionali stranieri siano in grado di creare connessioni tra le società estere situate in paesi differenti riducendo di conseguenza le asimmetrie informative e che i costi di transazione aumentano la probabilità di accordi tra bidder e imprese obiettivo. Si è studiato anche gli investitori istituzionali in mercati asiatici (come Cina e Korea) trovando, per esempio, una correlazione positiva tra la presenza di fondi comuni e performance delle società cinesi (Crocì, 2011).

Tuttavia l'attivismo nel resto del mondo resta sempre minore rispetto a quello negli Stati Uniti per una serie di ragioni tra le quali: la minor presenza di fondi comuni di investimento e fondi pensione, il diverso contesto normativo e l'azionariato più concentrato.

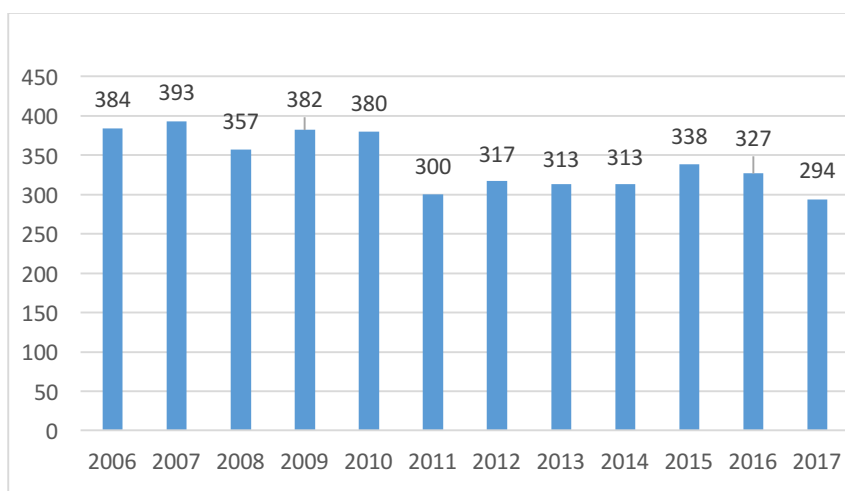
L'attivismo nel resto del mondo può essere associato prevalentemente con la detenzione di partecipazioni di controllo più che a misure di attivismo low-cost, come può essere la presentazione di risoluzioni da votare in assemblea.

4. STUDIO DEI TREND DELLE SHAREHOLDER PROPOSAL NEGLI US

In quest'ultima parte si cercherà di proporre un'analisi rispetto agli ultimi trend delle shareholder proposal negli Stati Uniti. In particolare ci si concentrerà tra gli anni 2006 e 2017 usando come campione le società facenti parte del Fortune 250, che racchiude le 250 società più grandi degli Stati Uniti sulla base dei ricavi³⁴. Le shareholder proposal presentate in questi anni verranno divise per categorie (Corporate Governance, Executive Compensation e Environmental & Social Policy), in questo modo si potrà identificare verso quali problematiche si stiano muovendo gli attivisti. In particolare ci si soffermerà sulle proposal relative alla tematica ambientale-sociale in quanto risultano essere quelle al centro dell'attenzione degli investitori in questi ultimi anni.

Nel 2017 il numero medio di shareholder proposal presentate a ciascuna delle 250 società facenti parte del Fortune 250 è stato di 1,17 in calo rispetto agli anni precedenti. Come si può osservare dalla Tabella 4.1 e 4.2 il 2017 è stato l'anno che ha registrato il numero più basso di risoluzioni presentate rispetto al periodo in considerazione.

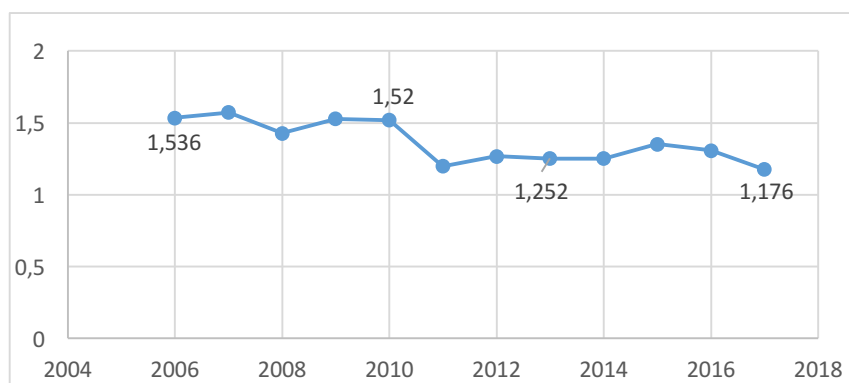
Tabella 4.1: Numero totale di Shareholder proposal presentate per ciascun anno



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

³⁴ Principalmente si useranno dati ricavabili dal database proxymonitor, alcuni dati sono invece tratti dal database proxyinsight.

Tabella 4.2: Numero medio di Proposal presentate per ogni società



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

Questo calo può essere parzialmente spiegato dal fatto che il management di molte società che si è visto presentare proposal relative ai proxy-access sia stato d'accordo nell'accettarle piuttosto che portarle al voto in assemblea.

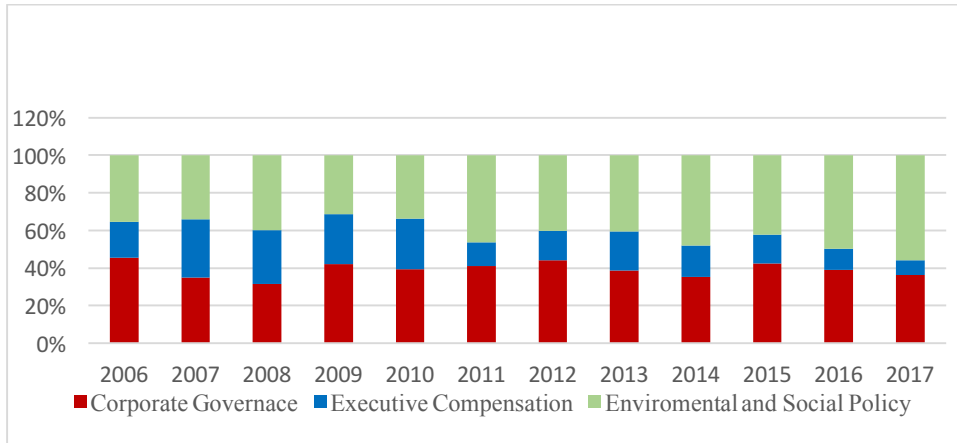
4.1. TIPOLOGIE PRINCIPALI DI SHAREHOLDER PROPOSAL

Per analizzare i dati suddivideremo le shareholder proposal in tre categorie principali:

- **Corporate Governance:** questo tipo di risoluzioni si focalizzano principalmente sulle regole che governano l'elezione e la struttura del consiglio di amministrazione.
- **Executive Compensation:** queste risoluzioni mirano a cambiare il modo in cui le società retribuiscono il proprio top management per meglio allineare gli interessi del manager a quello degli azionisti.
- **Enviromental e Social Policy:** queste risoluzioni cercano di raggiungere obiettivi che vanno oltre la mera creazioni di ricchezza, essendo molto spesso orientate verso aspetti reputazioni della società e della sostenibilità del suo operato.

Negli anni, come possiamo notare dalla Tabella 4.3, la composizione percentuale delle shareholder proposal presentate è cambiata: l'interesse degli investitori si è spostato verso le tematiche ambientali e sociali. In particolare il 2017 è stato il primo anno in cui questi tipi di proposal hanno rappresentato più del 50% delle proposte presentate, come si può notare dalla Tabella 4.4.

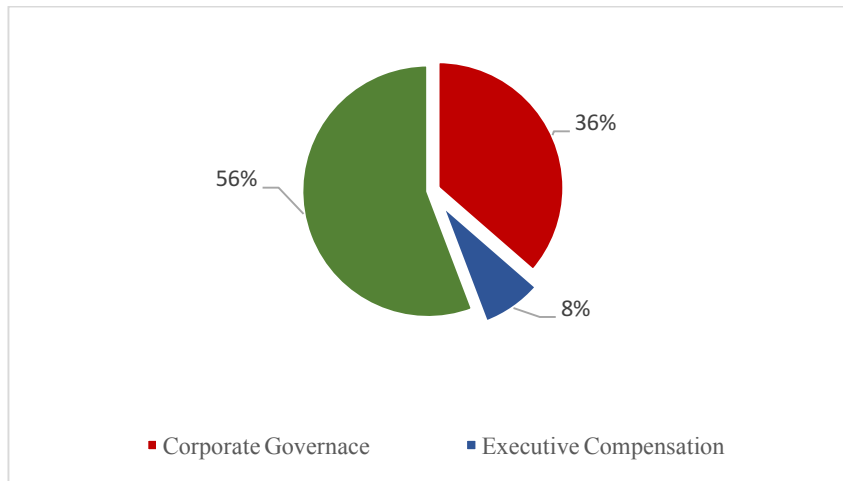
Tabella 4.3: Andamento percentuale di ciascuna categoria di Shareholder proposal



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

In particolare a partire dal 2011 si può notare, dalla Tabella 4.3, una consistente riduzione di risoluzioni riguardante il tema degli Executive Compensation (si è passati dal 27% del 2010 al 13% del 2011). Questo può essere spiegato dal fatto che nel 2011 è entrato in vigore il “Dodd-Frank Act” la cui sezione 951 richiede agli azionisti di esprimersi ogni uno, due o tre anni sulla compensazione del management. Tale votazione dovrà poi essere tenuta in considerazione dalla Compensation Committee.

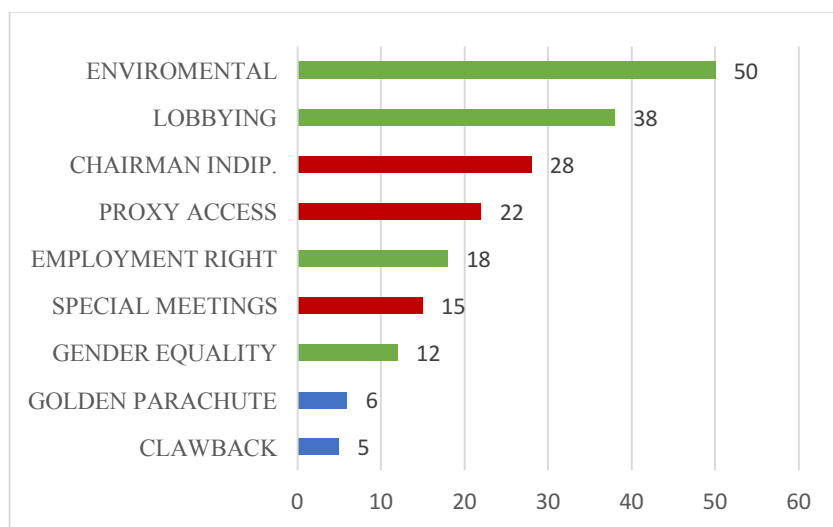
Tabella 4.4: Distribuzione percentuale di ciascuna macro-categoria di proposal nel 2017



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

Come nel 2016 un gran numero di proposte hanno riguardato tematiche ambientali come mostrato dalla Tabella 4.5. La maggior parte di queste hanno fatto riferimento alle emissioni di gas serra, “al rischio di portafoglio” derivante dalla regolamentazione sui cambiamenti climatici³⁵ e più in generale alla sostenibilità delle attività operative.

Tabella 4.5: Sottocategorie principali di Shareholder Proposal, 2017



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

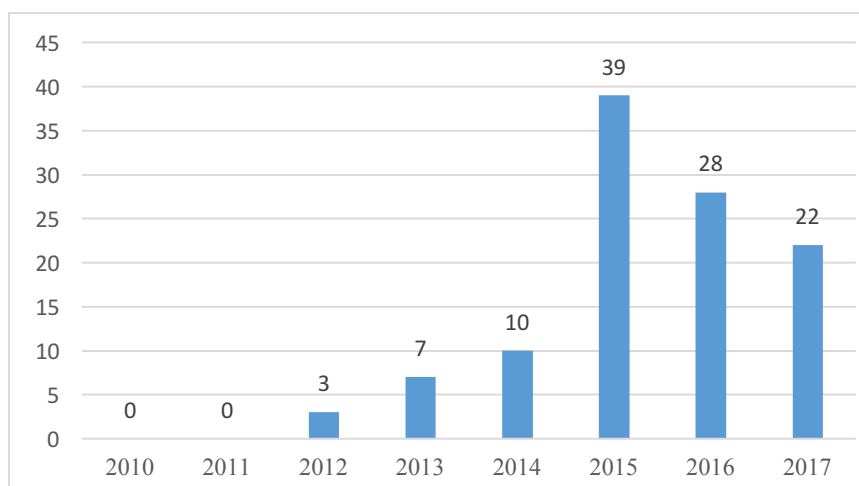
Oltre a questo tipo di proposte sono stati affrontate tematiche di corporate governance tra cui le più importanti sono la separazione del presidente del consiglio di amministrazione e il CEO ed il potere degli amministratori di nominare dei propri director (proxy-access).

Più in particolare quest'ultima tipologia di proposta attribuisce agli azionisti la capacità di nominare ed eleggere i membri del consiglio di amministrazione. Questo è importante perché nella maggior parte delle società sono gli amministratori in carica che presentano la lista dei candidati eleggibili a cui gli azionisti in pratica non possono opporsi se non tramite campagne costose (proxy fight).

Come si può vedere dai Grafici 4.6 e 4.6.1 solo dal 2015 c'è stato un interesse diffuso da parte degli investitori per questo tipo di proposal. Questo perché solo da quell'anno gli investitori istituzionali si sono espressi a favore di questo tipo di pratica.

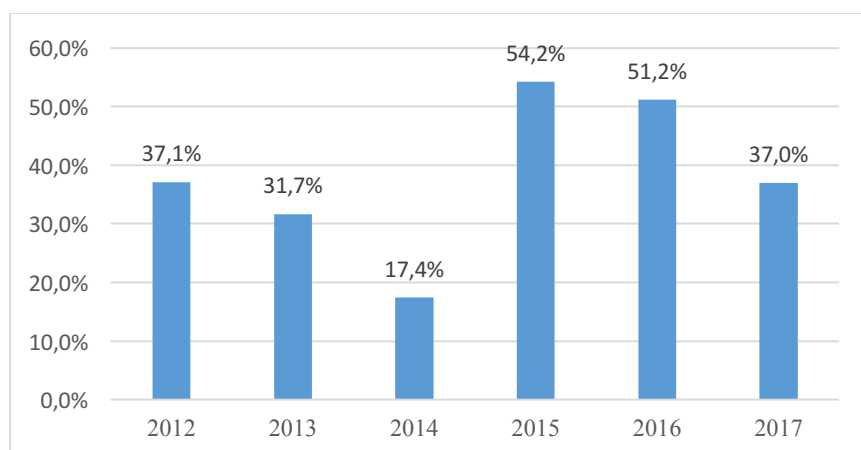
³⁵ Approfondiremo questo tema nel paragrafo successivo.

Grafico 4.6: Numero di Proxy-access presentate per ciascun anno



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

Grafico 4.6.1: Sostegno medio ricevuto dalle Proxy-access per ciascun anno



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxymonitor

In particolare gli investitori istituzionali raccomandano il sostegno delle proxy-access che contengano almeno questi requisiti:

- individuazione di una soglia minima di capitale detenuto per presentare le nomine (3%)
- un periodo di detenzione delle azioni non inferiore ai tre anni
- la possibilità di presentare nomine al massimo per il 25% del board

Tuttavia vi sono anche delle preoccupazioni su come questo tipo di proposal possano avere un impatto negativo sul board. Infatti è possibile che si verifichi una frammentazione del consiglio in cui alcuni director perseguono gli interessi di una nicchia particolare di azionisti e non degli azionisti nel loro insieme diminuendo così la qualità del controllo sull'operato dei manager.

Proseguiremo analizzando le proposal relative al cambiamento climatico in quanto hanno rappresentato la maggior sorpresa del 2017, per la prima volta infatti, sono state approvate proposal relative a tematiche ambientali.

4.2. CLIMATE CHANGE

Il rischio che può rappresentare il cambiamento climatico e la legislazione correlata per le società sta diventando un fattore essenziale nell'indirizzare le decisioni di investimento. Mentre alcune proposal presentate alle società hanno avuto come obiettivo quello di limitare il cambiamento climatico, per esempio attraverso la riduzione delle emissioni di gas serra, molte altre hanno riguardano gli effetti che il cambiamento climatico può avere nei confronti della società. Le proposte di maggior successo del 2017 hanno semplicemente chiesto alle aziende di rivelare i rischi che i cambiamenti climatici ed i relativi interventi normativi possono rappresentare per i piani aziendali. Al centro dell'attenzione c'è stata la 2-degrees-Celsius proposal che richiede alle società di spiegare come intendono gestire l'impatto dell'accordo di Parigi³⁶ sulla propria gestione. La risoluzione fornisce un forte incentivo affinché gli investitori la sostengano in quanto in futuro i governi potrebbero introdurre sanzioni alle società con alte emissioni di gas serra. Il successo della campagna della 2-degrees si riflette nel forte sostegno degli investitori, in quanto queste risoluzioni hanno ricevuto in media il 45,7% dei voti favorevoli rispetto a solo il 26% delle altre proposte riguardanti tematiche ambientali. In particolare questa tipologia di proposal nel 2017 ha ricevuto la maggioranza in tre società: Exxon Mobile (settore petrolifero), Occidental Petroleum (settore petrolifero) e PPL Corporation (settore energetico). A questo proposito è interessante osservare la Tabella 4.5 che riporta il sostegno ricevuto da questa campagna, in particolare sono state presentate 16 proposte di cui le tre sopra menzionate hanno ricevuto la maggioranza; dal 2006 queste rappresentano le prime proposal relative a tematiche ambientali ad ottenere un esito positivo.

Il fondo New York State Common Retirement Fund è stato lo sponsor principale delle proposal presentate ad Exxon Mobile e PPL, mentre il fondo California Public Employees Retirement System (CalPERS) è stato lo sponsor principale per Occidental Petroleum. Exxon Mobile e Occidental ricevettero lo stesso tipo di proposal anche nel 2016, tuttavia le proposte furono rifiutate ricevendo rispettivamente il 38 e il 41 per cento.

³⁶ Accordo stipulato alla fine del dicembre del 2015 con il quale i paesi si impegnano a mantenere l'aumento medio della temperatura mondiale al di sotto di due gradi Celsius.

Tabella 4.7: Supporto riscontrato dalla 2-degrees proposal

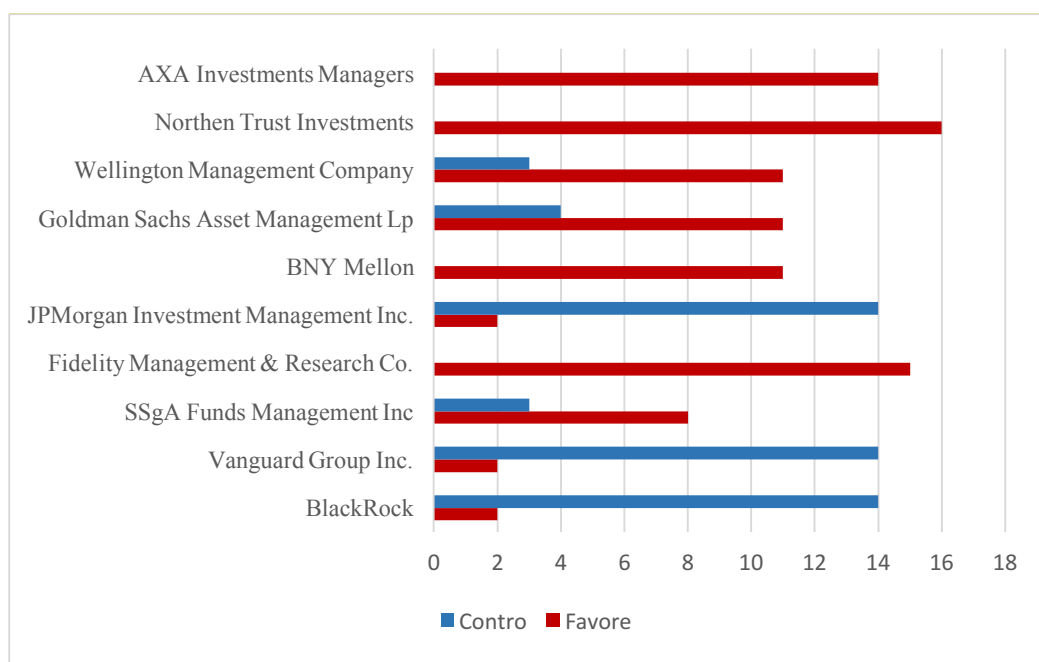
Società	Data	Categoria di Proposal	Paese	Voti a favore (%)	Voti contro (%)
Devon Energy Corporation	07 Giu 17	Annually Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	41.4	58.6
Hess Corporation	07 Giu 17	Report on Plans to Address Stranded Carbon Asset Risks	USA	30.1	69.9
Chevron Corporation	31 Mag 17	Report on Climate Change	USA	n. d.	n. d.
Exxon Mobil Corporation	31 Mag 17	Report on Climate Change Policies	USA	62.1	37.9
Southern Company (The)	24 Mag 17	Report on Strategy for Aligning with 2 Degree Scenario	USA	45.7	54.3
PPL Corporation	17 Mag 17	Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	56.8	43.2
FirstEnergy Corporation	16 Mag 17	Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	43.4	56.6
Occidental Petroleum Corporation	12 Mag 17	Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	67.3	32.7
Dominion Energy Inc	10 Mag 17	Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	47.8	52.2
Kinder Morgan Inc.	10 Mag 17	Report on Capital Expenditure Strategy with Respect to Climate Change Policy	USA	38.2	61.8
DTE Energy Company	04 Mag 17	Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	45.0	55.0
Duke Energy Corporation	04 Mag 17	Assess Portfolio Impacts of Policies to Meet 2 Degree Scenario	USA	46.4	53.6
Ameren Corporation	27 Apr 17	Assess Impact of a 2 Degree Scenario	USA	47.5	52.5
Marathon Petroleum Corporation	26 Apr 17	Report on Strategy for Aligning with 2 Degree Scenario	USA	40.9	59.1
Noble Energy Inc.	25 Apr 17	Report on impacts of and Plans to Align with Global Climate Change Policy	USA	24.0	76.0
AES Corporation	20 Apr 17	Assess Impact of a 2 Degree Scenario	USA	40.1	59.9

Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxyinsight

Come mostra la tabella 4.8 è interessante notare come ci sia una profonda divergenza nel modo in cui i primi dieci investitori istituzionali si pongono rispetto a tali proposte. BlackRock e Vanguard Group sembrano piuttosto contrari scegliendo di sostenere solamente le proposal presentate ad Exxon Mobile e Occidental Petroleum. Al contrario Fidelity Management & Research, AXA e Northern Trust hanno supportato ogni proposta su cui hanno votato. Tali

discrepanze tra la comunità degli investitori istituzionali sono rare, in quanto di norma c'è più consenso sul fatto che una pratica si possa considerare o meno di buona governance. Non sorprende che le due risoluzioni presentate da BlackRock e Vanguard siano tra le poche proposte 2-degrees approvate, in quanto detengono rispettivamente il 6 e il 7 per cento di Exxon e l'8 e il 7 per cento di Occidental rendendo i loro voti potenzialmente decisivi. BlackRock difende la sua scelta di non supportare queste risoluzioni affermando che si attiva privatamente con il management delle società.

Tabella 4.8: Distribuzione di come hanno votato gli investitori istituzionali in merito alla 2-degree proposal



Fonte: elaborazione personale con dati tratti dal database proxyinsight

Nel 2018 le shareholder proposal a tematiche ambientali probabilmente otterranno più supporto, a questo proposito di particolare rilievo è la lettera scritta a gennaio 2018 dal CEO di BlackRock, Larry Fink, agli amministratori delle società in portafoglio intitolata “A Sense of Purpose” in cui indica un nuovo modello di corporate governance che prenda in considerazione maggiormente le tematiche sociali e ambientali.

A questo proposito riporto un estratto della lettera di Larry Fink: *“Society is demanding that companies, both public and private, serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society. Companies must benefit all of their stakeholders, including shareholders, employees, customers, and the communities in which they operate ... to sustain performance you must understand the societal impact of your business as well as the ways that*

broad, structural trends – from slow wage growth to rising automation to climate change – affect your potential for growth”³⁷.

Sebbene i rischi derivanti dal cambiamento climatico siano in sé troppo lontani nel futuro per essere rilevanti nella valutazione delle azioni di una società, i rischi legislativi e regolamentari possono essere molto reali. Quello che è difficile capire è la ragione per cui gli investitori istituzionali siano stati più propensi a sostenere queste proposte nel 2017 rispetto al 2016 sebbene l'accordo di Parigi sia stato stipulato nel 2015. Possiamo supporre che l'accordo di Parigi fosse conosciuto agli investitori istituzionali anche nella proxy season del 2016. Inoltre il risultato impreveduto delle elezioni presidenziali nell'autunno del 2016 avrebbe dovuto abbassare i rischi normativi derivanti dalle politiche ambientali. Una possibile ipotesi per spiegare questo effetto è che l'inerzia degli investitori non abbia permesso loro di svolgere un'analisi completa di questo fenomeno durante la stagione del 2016 portando, dopo ulteriori valutazioni, un cambiamento di opinione nel 2017.

³⁷ Lettera consultabile al sito: www.Blackrock.com

CONCLUSIONI

Come abbiamo potuto constatare l'attivismo è molto eterogeneo e ricomprende al suo interno varie attività che tendono a mutare nel tempo.

In particolare sono state evidenziate due categorie principali di attivismo: l'attivismo low cost e high cost. Queste due tipologie si distinguono in ragione dei costi da sostenere per attivarsi. In particolare possiamo sostenere che ci sia una certa proporzionalità tra i costi sostenuti e i rendimenti dell'attivismo. Infatti ci si può attendere rendimenti più limitati per quanto riguarda l'attivismo low-cost e maggiori per quello high cost. Come potevamo aspettarci analizzando il caso Tim (attivismo low cost) abbiamo riscontrato rendimenti anomali prossimi allo zero. Questo evidenzia come le iniziative volte a migliorare la corporate governance non creino ricchezza di per sé; tale miglioramento non si deve, quindi, considerare quale obiettivo finale di questo attivismo, ma quale mezzo per raggiungere lo scopo ultimo ossia: performance migliori, dividendi più alti, valorizzazione degli asset etc. Dunque, è logico aspettarsi che un miglioramento della governance porterà ad un effetto positivo solo se ha come risultato un aumento della probabilità di pervenire all'obiettivo prefissato.

Le strategie di attivismo variano a seconda dei soggetti presi in considerazione questo alla luce delle differenti dimensioni tra i vari attori, delle differenti normative alle quali i diversi investitori devono attenersi ed eventuali conflitti di interesse che portano l'investitore a perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore.

Spostando poi l'attenzione principalmente sull'attivismo low cost sono stati messi in luce i trend principali delle campagne dal 2006 al 2017 sulle shareholder proposal in America.

E' stato evidenziato un andamento negativo rispetto la presentazione di proposal alle assemblee, dovuto dal fatto che per certi temi è stato preferito un confronto privato, tuttavia rispetto a tipologie specifiche di risoluzioni è stato riscontrato un aumento; presumibilmente queste rispondono a categorie dove il contrasto tra il management e gli azionisti è maggiore. In particolare abbiamo visto come la presentazione di proposal riguardanti le tematiche ambientali stia aumentando velocemente nel tempo (nel 2017 più del 50% delle risoluzioni hanno riguardato questa categoria), questo perché sempre più investitori istituzionali si stanno pronunciando favorevolmente rispetto a questi temi.

BIBLIOGRAFIA

Aggarwall R., Erel, I., Ferreira, M., Matos, P., 2011. *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors. Journal of Financial Economics, 100(1), pp. 154-181.*

Anson, M., 2006. *Handbook of Alternative Assets. 2° ed., Hoboken, New Jersey: Wiley Finance, pp. 29-31.*

Armour, J. & Cheffins, B., 2009. *The Rise and Fall(?) of Shareholder Activism by Hedge Funds. ECGI- Law Working Paper No.136/2009.*

Bianchi, M., Bianco, M., Giacomelli, S., Paces, A., 2005. *Proprietà e controllo delle Imprese in Italia. 1° ed., Bologna: Il mulino, pp. 44-74.*

Brav, A., Jiang, W. & Kim, H., 2009. *Hedge Fund Activism: A Review. Foundations and Trends in Finance, 4 (3), pp. 185-246.*

Buchanan, B., Netter, J. & Yang, T., 2010. *Are Shareholder Proposal an Important Corporate Governance Device? Evidence from Us and Uk Shareholder Proposal. Working Paper.*

Carleton, W. T., Nelson, J. M. & Weisbach, M., 1997. *The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF. Journal of Finance, 53(4), pp. 1014-1135.*

Chen, X., Harford, J. & LI, K., 2007. *Monitoring: Which institutions matter? Journal of Financial Economics, 86(2), pp. 279-305.*

Croci, E., 2011. *Shareholder Activism: Azionisti, Investitori Istituzionali e Hedge Funds. 1°ed., Milano: FrancoAngeli.*

Del Guercio, D. & Hawkins, J., 1999. *The motivation and impact of pension fund activism. Journal of Financial Economics, 52(3), pp. 293-340.*

- Dewenter, K., Han, X. & Malatesta, P., 2010. *Firm values and sovereign wealth fund investments. Journal of Financial Economics*, 98, pp. 256-278.
- Faccio, M. & Lasfer, A., 1999. *Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? Journal of Corporate Finance*, 6(1), pp. 71-110.
- Ferreira, M., Matos, P., 2008. *The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World, Journal of Financial Economics*, 88(3), pp. 499-533.
- Ferri, F., 2010. *"Low-Cost" Shareholder Activism: A Review of the Evidence. Working Paper.*
- Gillan, S. & Starks, L., 2007. *The Evolution of Shareholder Activism in the United States. Journal of Applied Corporate Finance*, 98(1), pp. 55-73.
- Hart, O., 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure. 1^oed., Oxford: Clarendon Press.*
- James, D., 1933. *The Modern Corporation and Private Property, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means. Indiana Law Journal*, 8(8), pp. 514-516.
- Jensen, M. & Meckling, W., 1976. *Theory of the firm. Managerial Behaviour, agency costs and capital structure. Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, F. a. A., 2000. *Tunneling. American Economic Review*, 90(2), pp. 22-27.
- Kahan, M. & Rock, E., 2007. *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. University of Pennsylvania Law Review*, 155, pp.1021-1093.
- Kotter, J. & Lel, U., 2011. *Friends or Foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. Journal of Financial Economics*, 101(2), pp. 360-381.
- Levine, M., Fitzsimons, A. & Siegel, J., 1997. *Auditing related party transactions. CPA Journal*, 67(3), pp. 46-50.

Liao, R., 2014. *What drives corporate minority acquisitions around the world? The case for financial constraints.* *Journal of Corporate Finance*, 26(C), pp. 78-95.

Nordberg, D., 2009. *Some are more equal: The politics of Shareholder Activism.* Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1150130>

Romano, R., 1993. *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered.* *Columbia Law Review*, 93(4), pp.795-853.

Sheehan, d. & Holderness, C., 1985. *Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors.* *Journal of Financial Economics*, 14(4), p. 555-579.

Sjostrom, E., 2008. *Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility: What Do We Know?* *Sustainable Development*, 16(3), pp. 141-154.

Williamson, O., 1984. *Corporate Governance.* *Yale Law Journal*, 93(7), pp. 1197-1230.

Wu, Y., 2004. *The impact of public opinion on board structure changes, director career progression, and CEO turnover: evidence from CalPERS' corporate governance program.* *Journal of Corporate Finance*, 10(1), pp. 199-227.

Yermack, D., 2006. *Flights of fancy: corporate jets, Ceo perquisites, and inferior shareholder returns.* *Journal of Financial Economics*, 80(1), pp. 211-242.

DATABASE

www.proxymonitor.org (2006) sponsored by Manhattan Institute's Center for Legal Policy

www.proxyinsight.com (2014)