



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI: IL CASO CARL ICAHN"

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO: CHRISTIAN BOSCOLO GIOACHINA

MATRICOLA N. 1142390

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Sommario

INTRODUZIONE	1
1.1.1. CORPORATE GOVERNANCE	4
1.1.2. AGENCY THEORY	6
1.2. INVESTITORI DI MINORANZA	7
1.3. SHAREHOLDER ACTIVISM	9
1.4. SOCIAL MEDIA E ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI	11
1.4.1. L'USO DI TWITTER PER L'ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI	13
2. USO DI TWITTER DA PARTE DI CARL ICAHN PER INFLUENZARE APPLE	15
CONCLUSIONE	27

INTRODUZIONE

Il dibattito sulla corporate governance e la successiva riesaminazione fu un fenomeno che aprì nuovi scenari sulla gestione d'impresa e che portò a sviluppare nuove forme di tutela da parte degli azionisti. Sviluppatisi negli anni novanta, venne portato alla luce da diversi fattori: in primo luogo, a partire dalla seconda metà degli anni ottanta assumono rilevanza crescente fenomeni che mettono in discussione per la prima volta l'ortodosso meccanismo di corporate governance. Questi fenomeni si possono identificare nella crescente spregiudicatezza delle strategie aziendali e negli innumerevoli casi di abuso di potere da parte del consiglio di amministrazione e di chi è al vertice. Quest'ultimi perseguendo i loro interessi invece di soddisfare quelli degli investitori e della società, hanno portato all'attivismo degli azionisti che con diverse azioni, iniziarono a influenzare il board riguardo a manovre che secondo loro dovevano essere riviste o intervenendo quando la direzione della società non agiva nel migliore interesse degli azionisti.

L'attivismo degli azionisti racchiude un insieme di attività, più o meno aggressive di uno o più azionisti, intenzionati ad estrarre valore da una società che ritengono sottovalutata. Questo fenomeno è cresciuto grazie all'aumentato di capitale a loro disposizione ma soprattutto per il fatto che negli ultimi anni abbiamo assistito ad un'evoluzione dei mezzi di comunicazione di massa dalla quale nessuna compagnia ne è stata immune. Lo sviluppo dei mass media ha creato un'opportunità senza precedenti di espansione e di diffusione per l'attivismo degli azionisti e l'uso di social media come facebook e twitter ha permesso di comunicare qualsiasi cosa si voglia dire, partecipare alle controversie e avviare nuove cause, tutto ciò in tempi davvero ridotti.

Nel successivo elaborato sarà svolta un'analisi che partirà dal concetto di corporate governance, introdurrà le principali mansioni che il consiglio di amministrazione deve svolgere per un'ottimale attività di governance e tratterà dei reali problemi che gli investitori di minoranza subiscono nell'ordinaria attività di investimento, soffermandosi sui meccanismi di tutela che essi possono utilizzare per eludere i comportamenti aggressivi degli investitori di maggioranza. In seguito verrà trattato il fenomeno del shareholder activism in varie definizioni e forme con cui viene svolto, per poi concludere con l'utilizzo dei social media e in particolare l'uso di twitter per lo svolgimento dell'attivismo degli investitori.

L'ultimo capitolo dell'elaborato tratterà di Carl Icahn, filantropo statunitense famoso per essere uno degli investitori più ricchi e di maggior successo di Wall Street e per il potere che ha di scuotere le aziende americane. Oltre a ciò Icahn è uno degli investitori più attivi nella sua categoria e uno dei maggiori sostenitori dei social media, il quale li usa personalmente per

diffondere le proprie informazioni a coloro che lo seguono e per attirare l'attenzione di potenziali investitori. Lo studio di questo capitolo si focalizzerà sull'utilizzo da parte di Carl Icahn di twitter e dei suoi tweet per influenzare le decisioni di Tim Cook (amministratore delegato di Apple) su un possibile riacquisto di azioni dell'azienda per portare sia ad un guadagno per Icahn, che ad un aumento del prezzo delle azioni, considerato estremamente sottovalutato secondo il filantropo americano.

CAPITOLO 1

1.1.1 CORPORATE GOVERNANCE

Negli ultimi decenni il tema della corporate governance ha assunto una rilevanza notevole ed ha suscitato un interesse crescente da parte di tutti gli operatori economici.

Esistono varie definizioni di corporate governance ma una particolarmente appropriata è quella di Thomsen&Canyon, i quali definiscono la Corporate governance come “il controllo e la direzione delle società attraverso la proprietà, il consiglio di amministrazione, gli incentivi, il diritto societario ed altri meccanismi”. In senso stretto un’ulteriore definizione può essere considerare la corporate governance come il sistema di regole, pratiche e processi attraverso il quale un’azienda è diretta e controllata, implicando essenzialmente il bilanciamento degli interessi di molti stakeholder quali azionisti, dirigenti, clienti, fornitori, finanziatori, governo e comunità (James Chen, 2019). Da questo angolo di osservazione, la corporate governance fornisce il quadro per il raggiungimento degli obiettivi di un’azienda; essa comprende praticamente ogni ambito della gestione, dai piani d’azione, ai controlli interni, alla misurazione delle prestazioni fino alla divulgazione delle informazioni.

La governance si riferisce specificamente all’insieme di regole, controlli, politiche e risoluzioni messe in atto per dettare il comportamento aziendale. Essenziali per la sua realizzazione sono sia i consulenti e gli azionisti - i quali sono soggetti importanti che vi influiscono indirettamente - sia il consiglio di amministrazione, fondamentale nella governance nella misura in cui può portare ad importanti conseguenze per la valutazione del patrimonio netto.

La maggior parte delle aziende cerca di avere un alto livello di corporate governance. Per molti azionisti non è sufficiente che un’azienda sia semplicemente redditizia; deve anche dimostrare una buona cittadinanza aziendale attraverso la consapevolezza ambientale, il comportamento etico e le solide pratiche e quindi una buona corporate governance deve creare un insieme trasparente di regole e controlli in cui azionisti, amministratori e funzionari abbiano incentivi allineati (James Chen, 2019).

Il consiglio di amministrazione è il principale stakeholder diretto che influenza la corporate governance. Quest’ultimo ha il compito di prendere decisioni importanti, come le nomine degli amministratori aziendali, i compensi dei dirigenti e la politica dei dividendi. In alcuni casi, gli obblighi del consiglio vanno oltre l’ottimizzazione finanziaria, come quando le risoluzioni degli azionisti richiedono la priorità di alcune preoccupazioni sociali o ambientali. (Mike Boland e Don Hofstrand, 2009). Gli amministratori sono eletti dagli azionisti o nominati da altri membri del consiglio di amministrazione e rappresentano gli azionisti della società.

Il consiglio di amministrazione, incluso il CEO (amministratore delegato), ha responsabilità e ruoli ben definiti all'interno dell'organizzazione aziendale. In sostanza, è compito del consiglio di amministrazione assumere il CEO e valutare la direzione e la strategia generale dell'azienda. L'amministratore delegato è responsabile dell'assunzione di tutti gli altri dipendenti e della supervisione dell'attività quotidiana dell'attività. Generalmente sorgono problemi quando queste linee guida non vengono seguite; il conflitto si verifica quando gli amministratori iniziano a intromettersi nelle operazioni quotidiane dell'azienda e l'amministratore delegato non svolge adeguatamente le proprie mansioni.

I sei punti seguenti evidenziano le principali responsabilità del consiglio di amministrazione.

1) Reclutare, supervisionare, conservare, valutare e compensare il dirigente. Esse sono probabilmente le funzioni più importanti del consiglio di amministrazione. I consigli di amministrazione a valore aggiunto devono ricercare all'interno del proprio settore il miglior candidato possibile per questa posizione. Un grave errore delle attività a valore aggiunto è la sotto compensazione del gestore. La retribuzione manageriale può fornire un buon profitto finanziario in termini di attrarre i migliori candidati che porteranno successo finanziario al business a valore aggiunto.

2) Fornire indicazioni per l'organizzazione. Il consiglio ha una funzione strategica nel fornire la visione, la missione e gli obiettivi dell'organizzazione. Questi sono spesso determinati in combinazione con il CEO o il direttore generale dell'azienda.

3) Istituire un sistema di governance basato sulle politiche. Gli articoli di governance forniscono un quadro ma il consiglio di amministrazione sviluppa una serie di politiche. Questo identifica il consiglio come gruppo e si concentra sulla definizione delle regole del gruppo e su come funzionerà. Le regole stabilite dal consiglio di amministrazione per l'azienda dovrebbero essere basate sulle politiche. In altre parole, il consiglio di amministrazione sviluppa politiche per guidare le proprie azioni e le azioni del manager. Le politiche dovrebbero essere ampie e non rigidamente definite in modo da consentire al consiglio di amministrazione e ai dirigenti di raggiungere gli obiettivi del business.

4) Governare l'organizzazione e il rapporto con il CEO. Un'ulteriore responsabilità del consiglio è la creazione di un sistema di governance che prevede il modo in cui il consiglio di amministrazione interagisce con il direttore generale o il CEO. Periodicamente il consiglio di amministrazione interagisce con il CEO durante le riunioni del consiglio di amministrazione. In genere ciò avviene con una riunione del consiglio mensile, anche se alcuni consigli sono passati alle riunioni da tre a quattro, perfino otto volte l'anno. Nel frattempo tra queste riunioni, il consiglio viene tenuto informato attraverso conferenze telefoniche o posta ordinaria.

5) Obbligo fiduciario di proteggere i beni dell'organizzazione e gli investimenti dei membri. Il

consiglio di amministrazione ha la responsabilità fiduciaria di rappresentare e proteggere l'interesse del membro / investitore nella società. Quindi il consiglio deve assicurarsi che le attività dell'azienda siano mantenute in buone condizioni. Ciò include gli impianti, le attrezzature e le strutture dell'azienda, incluso il capitale.

6) Funzione di monitoraggio e controllo. Il board è responsabile del processo di revisione e assume personalmente il revisore, inoltre ha il compito di assicurarsi che l'audit venga svolto in modo tempestivo ogni anno.

1.1.2 AGENCY THEORY

Il problema sorge quando il board non svolge correttamente i propri compiti ed inizia a perseguire i propri interessi. La crisi finanziaria avvenuta nel 2007 ha sollevato incertezze per quanto riguarda degli aspetti del sistema economico, facendo risaltare quanto sia importante un controllo attivo da parte degli investitori sull'operato del management.

Gli investitori, in quanto interessati ad una specifica impresa, investono capitale aspettando un'adeguata ricompensa dovuta al rischio dell'investimento e allo stesso tempo pretendono che la gestione venga svolta in linea alle loro aspettative. Spesso però avviene una separazione tra controllo e proprietà che permette agli amministratori di perseguire i propri interessi a svantaggio degli investitori. I proprietari di una società possono includere azionisti, amministratori, enti governativi, altre società e i fondatori iniziali (Reuben James, 2017). La separazione della proprietà e della gestione nella corporate governance implica che la gestione dell'azienda sia sotto la responsabilità di professionisti che non ne sono i proprietari. A causa della separazione e della crescita delle società quotate in borsa, per cui le azioni sono disponibili per l'acquisto da parte del pubblico, il controllo degli azionisti della società diventa più difficile da contenere. Ciò ha comportato che gli azionisti fossero più dispersi geograficamente e che la quantità di azioni detenute differisse considerevolmente, incidendo sui diritti di voto. Questo ha condotto, in ultima analisi, a quello che è stato descritto come il "problema d'agenzia", in base al quale gli amministratori della società sono gestori del denaro degli azionisti, ma vi è un elemento di rischio, il quale consiste nel pericolo che gli amministratori possano agire nel proprio interesse piuttosto che in quello degli azionisti (Law Teacher 2018). Alla radice di questo rischio morale c'è l'informazione sbilanciata o asimmetrica, dato che la parte che assume rischi in una transazione ha più informazioni sulla situazione o sulle intenzioni rispetto alla parte che ne subisce le conseguenze. In generale, la parte con informazioni aggiuntive ha più motivazione o ha maggiori probabilità di comportarsi in modo inappropriato per beneficiare di una transazione (Jb. maverick, 2019). In queste circostanze vi sono tre tipologie di

comportamenti che la parte con informazioni più rilevanti può essere incentivata ad intraprendere allo scopo di ridistribuire ricchezza a proprio favore:

- Incentivo ad intraprendere progetti ad elevato rischio (risk shifting), con il quale vengono nascoste informazioni rilevanti l'azzardo e vengono intrapresi investimenti con rischiosità maggiore rispetto a quella tipicamente assunta dalla società.
- Incentivo a sotto-investire (underinvestment), il manager di una società molto indebitata potrebbe non intraprendere alcun progetto il cui valore attuale netto, se pur positivo, non sia in grado di generare un valore sufficiente ad evitare il fallimento.
- Incentivo a prosciugare gli assets aziendali (milking the property) procedendo alla distribuzione di elevati dividendi facendo ricorso anche alla dismissione di parte delle attività aziendali (Alessia Chiovaro, 2005).

Per far fronte all'Agency theory gli investitori raccomandano due proposte per ridurre al minimo il problema dell'agenzia. La prima è di avere un contratto basato sui risultati con cui l'azione degli amministratori può essere verificata, così facendo si indirizza l'interesse degli amministratori verso il raggiungimento di obiettivi comuni. In secondo luogo, formare una solida struttura di informazioni in cui gli investitori sono a conoscenza di tutte le informazioni sulle azioni degli amministratori.

1.2. INVESTITORI DI MINORANZA

L'azionista di minoranza è un azionista che possiede meno del 50 per cento del totale delle azioni di una società e non ha alcuna voce in capitolo nella gestione dell'azienda. A tale categoria vengono riconosciuti dei limiti che derivano dalla piccola quota azionaria in loro possesso; i principali sono l'impossibilità sia di eleggere da soli gli amministratori che di controllare il voto della società. Di conseguenza, se sorge una controversia sulla vendita o distribuzione di attività o su un'altra questione che richiede il voto degli azionisti, un azionista di minoranza non ha il potere di voto da solo (USLegal).

L'origine dell'abuso degli azionisti di minoranza deriva principalmente dall'avidità e dall'opportunismo di alcuni azionisti di maggioranza, che in alcuni casi non hanno limiti. Gli azionisti di maggioranza credono di poter fare qualsiasi cosa, rischiare sempre di più dal momento che si trovano impuniti, pur rimanendo all'interno dei margini molto ampi della legge (Jacques Cory ,2019). Questo è il motivo per cui è necessario esaminare la protezione giuridica di tali azionisti di minoranza e la sua efficienza, al fine di verificare che la legge sia sufficiente per la loro tutela.

Le norme del Testo Unico che mettono in atto il principio della tutela degli azionisti di minoranza sono articolate in tre categorie: alcune hanno finalità di *trasparenza*, cioè rendere visibile e controllabile agli azionisti di minoranza l'operato; altre presidiano il diritto di *exit* ovvero il diritto di disinvestire a condizioni eque; altre ancora conferiscono, direttamente o indirettamente, il diritto di *voice* ossia poteri specifici che consentono alle minoranze di far valere proprie istanze all'interno della società o nei confronti di singoli componenti dei suoi organi. Questa tripartizione di norme configura il diritto all'azionista di minoranza di uscire o di muoversi all'interno dell'azienda in piena consapevolezza, in quanto assistito da strumenti di tutela (Stefano Sergio Schiattone, 2004. Redazione Altalex).

Secondo Steven McShane, "gli investitori soddisfatti hanno una valutazione favorevole del loro lavoro, basata sull'osservazione ed esperienza emotiva". La soddisfazione stessa è un concetto soggettivo relativo al lavoro; per questo motivo, è normale vedere professionisti soddisfatti e insoddisfatti che lavorano nella stessa azienda. Ciò ha indotto i soggetti economici a sviluppare un modello il quale scopo è quello di individuare gli investitori insoddisfatti e di classificarli in base alle azioni che essi attuano per mettere fine all'insoddisfazione. Tale strumento è il modello EVLN (Exit, Voice, loyalty e Neglect), il quale è stato originariamente sviluppato dal lavoro di Hirschman del 1970, relativo all'exit e alla voice come le principali alternative economiche e politiche quando le aziende sono in declino. Egli contribuì alla creazione di questo modello introducendo le tre risposte alle insoddisfazioni: exit, voice e loyalty. Più tardi, il concetto di "neglect" come quarta risposta fu incluso da Rusbult, Zembrodt e Gunn (1982) risultando nel modello EVLN. Tale modello identifica quattro diversi modi in cui si risponde all'insoddisfazione:

Exit. Include l'abbandono dell'organizzazione o il tentativo di allontanarsi dalla situazione insoddisfacente. È importante capire che specifici eventi di shock stimolano rapidamente gli azionisti a pensare di abbandonare l'organizzazione e impegnarsi nel comportamento di uscita. Una ricerca svolta da Fox (2012) sul lavoro di Hirschman, ha classificato l'uscita come il principale meccanismo a cui gli economisti hanno prestato attenzione, con il ruolo della voice, cruciale nella comprensione del funzionamento delle organizzazioni. In realtà, ciò potrebbe non essere sempre il caso, poiché gli investitori spesso devono affrontare impegni esogeni fissi per gli investimenti delle imprese e potrebbero sostenere notevoli costi di transazione per raggiungere l'uscita.

Voice. Questa può essere una risposta costruttiva. Gli investitori potrebbero influenzare la struttura di governance di un'impresa attraverso la loro voce, ad esempio, raccomandando modi per migliorare la situazione di conflitto, o persino riempiendo rimostranze formali o facendo una coalizione per opporsi ad una decisione.

Loyalty. Normalmente i professionisti leali sono azionisti che rispondono all'insoddisfazione aspettando pazientemente. I soci fedeli possono soffrire in silenzio per giorni, mesi o addirittura anni senza una chiara risoluzione dei problemi.

Neglect. Trascurare significa mancanza di diligenza e si verifica quando l'individuo accetta implicitamente che il recupero non accadrà, facendo quindi meno sforzi. Include la riduzione dell'impegno e dei sacrifici, riduzione dell'attenzione, aumenti dell'assenteismo e del ritardo. Questo tipo di comportamento ha conseguenze negative per l'organizzazione (Tallys Moreth, 2018).

1.3. SHAREHOLDER ACTIVISM

Il termine attivismo degli azionisti era stato definito in modo diverso in letteratura. Gillan e Starks (1998) hanno definito l'attivismo degli azionisti come un continuum di risposte alla performance aziendale e, in seguito, lo hanno indicato come una serie di reazioni da parte degli azionisti insoddisfatti (Gillan & Starks, 2007). Inoltre, l'attivismo degli azionisti viene visto come l'uso della posizione di proprietà per influenzare attivamente le politiche e le pratiche dell'azienda (Judge, Gaur & Muller-Kahle 2010; Sjöström, 2008). In un lavoro più recente, McNulty e Nordberg (2016) hanno incluso l'attivismo degli azionisti come parte del loro concetto di proprietà attiva. Sebbene non vi sia una definizione reciprocamente accettata di attivismo per gli azionisti, esso è spesso associato ad azioni che affermano il potere di questi ultimi (Frantz & Instefjord, 2007).

Come menzionato da Gillan e Starks (2007) e introdotto nel precedente capitolo, l'attivismo degli azionisti denota una serie di reazioni da parte degli azionisti insoddisfatti. È stato inoltre concordato che diversi tipi di azionisti eseguono diverse forme di reazioni proprio per cercare di mettere fine a tali insoddisfazioni.

Admati e Pfleiderer (2009) hanno dichiarato che quando la direzione di una società non agisce nel migliore interesse degli azionisti, essi venderanno le loro azioni (note come "Wall Street Rule" o "Wall Street Walk"). Altre forme di attivismo includono la negoziazione con i senior manager o con i consigli di amministrazione sulle loro preoccupazioni, con l'intenzione di determinare un cambiamento aziendale (Mallin & Melis, 2010). Una forma simile di attivismo degli azionisti che ha guadagnato popolarità è il dialogo, un tipo di attivismo dietro le quinte che utilizza la riservatezza come mezzo principale per portare a dei risultati concreti da parte degli amministratori (Logsdon & Van Buren, 2008). Inoltre, le proposte degli azionisti sono state ampiamente utilizzate da vari investitori attivisti, come gruppi sociali, individui e investitori istituzionali, con l'intenzione di indirizzare l'attenzione, sensibilizzare e sfidare i

manager a migliorare le prestazioni sociali o finanziarie delle loro imprese (Chung & Talaulicar, 2010; Dalton & Rama, 2016). Si ritiene inoltre che le proposte degli azionisti avvertano i membri del consiglio di amministrazione di questioni che meritano attenzione (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997), includendo la scrittura di lettere o l'invio di domande alla direzione aziendale o al consiglio (Sjöström, 2008). Un ulteriore metodo utilizzato per influenzare le decisioni del management è votare. Fisch ha ribadito che gli investitori al dettaglio, che hanno un accesso limitato alle piattaforme di voto, utilizzano solo un terzo dei loro voti (Fisch, 2017).

Esistono 3 forme grazie alle quali gli investitori possono esercitare l'attivismo nei confronti delle società in cui hanno investito: L'attivismo economico, il quale ha come scopo chiedere cambiamenti per creare guadagni all'interno dell'azienda, l'attivismo di governance che lavora per cambiare le politiche che governano gli azionisti e l'attivismo sociale e ambientale che cerca di rendere le pratiche di un'azienda più eticamente ed ecologicamente valide. I primi due sono i mezzi più vecchi e vengono utilizzati per realizzare un profitto; spesso funzionano bene insieme, dato che gli attivisti della governance cercano modifiche allo statuto che governa il consiglio di amministrazione, al fine di spianare la strada agli attivisti economici. L'ultima forma è la più recente e meno produttiva dal punto di vista capitalistico, la quale vuole suscitare all'interno dell'azienda il problema della sostenibilità ambientale e cercare una maggiore giustizia nella società (Connor D. Wolf, 2017).

Se la suddivisione appena elencata riguarda l'attivismo dei confronti delle società, quella che adesso chiamo in giudizio suddivide l'attivismo in due sezioni associate a due tipologie differenti di operato: l'attivismo low cost e high cost. Con l'attivismo low cost le risorse da utilizzare per attivarsi attraverso questa modalità sono abbastanza modeste in quanto non è necessario possedere una grande quantità di capitale della società d'interesse (Ferri, 2010). Sono state definite alcune caratteristiche che rendono le società dei possibili target dell'attivismo low cost, tali caratteristiche sono: grandi dimensioni, società con un alto indebitamento o basse aspettative di crescita, società con pessime performance. Sono inoltre significative le dimensioni del board e il fatto che il CEO sia dentro al consiglio di amministrazione. Per attivismo low cost intendiamo 2 tipologie di azioni poco costose e non richiedenti grossi blocchi azionari: le negoziazioni private e le proposte in assemblea. Per quanto riguarda la prima tipologia non c'è la possibilità di poterla analizzare a causa della mancanza di dati disponibili, mentre per le proposte in assemblea, in una rassegna della letteratura sull'attivismo low-cost, Ferri (2010) osserva come: 1) le risoluzioni degli azionisti da votare in assemblea si siano rivelate un utile strumento per gli attivisti per promuovere i cambiamenti nella governance. 2) l'impatto della risoluzione è funzione dei voti ottenuti. 3) le

percentuali di implementazione delle proposte è notevolmente aumentata dopo gli scandali finanziari del 2001 2002 e le riforme da essi scaturite.

L'attivismo high cost, invece, si differenzia da quello low cost per la sua natura più onerosa, ciò dipende dalla quantità investita nella società d'interesse, quindi dalla partecipazione azionaria che l'investitore acquisisce. Per definirsi high cost l'investitore deve avere una partecipazione di almeno il 5% del capitale, che comporta un'influenza e capacità di controllo maggiore rispetto l'attivismo low-cost sull'operato dell'azienda. Possiamo distinguere due grandi categorie di investitori: gli azionisti di controllo e i blockholder. I primi possiedono una partecipazione azionaria da potergli consentire di gestire la società, mentre i secondi attraverso varie azioni di attivismo cercano di influenzare le decisioni (Ferri, 2010). Per definirsi Blockholder un azionista deve detenere o negoziare più di 10.000 azioni oppure per un valore superiore a \$ 200.000 (Farlex Financial Dictionary).

1.4. SOCIAL MEDIA E ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI

Mentre l'attivismo degli azionisti continua a diffondersi in tutto il mondo, gli attivisti stanno diventando sempre più creativi e sofisticati nell'implementazione delle loro strategie di investimento, con lo scopo di massimizzare il valore. Il marcato aumento del shareholder activism negli ultimi anni è un fenomeno ben noto, basti pensare che tra il 2010 e il 2013 gli interventi degli azionisti attivisti sono aumentati di quasi il 90% a livello globale. D'altra parte il continuo disaccordo tra gli studiosi di governo societario sugli effetti dell'attivismo degli azionisti è altrettanto noto. I suoi sostenitori sostengono che il monitoraggio e gli interventi degli azionisti svolgono un ruolo chiave nella gestione dei dirigenti e nel miglioramento delle prestazioni aziendali, mentre i suoi oppositori affermano che una forte voce degli azionisti interrompe il compito principale del consiglio di amministrazione di creare e attuare una strategia aziendale a lungo termine. Quello che però è indiscutibile è che i social media hanno guadagnato un'enorme popolarità non solo come fonte di notizie, ma anche come mezzo per comunicare qualsiasi tipo di messaggistica di massa solamente con il clic di un pulsante.

Mentre un certo numero di importanti investitori ha utilizzato i social media per anni (ad esempio Carl Icahn con Twitter), è stata solo una questione di tempo prima che altri attivisti seguissero il loro esempio. Oggi, altri sviluppi hanno reso le piattaforme dei social media ancora più interessanti ed accessibili, consentendo la creazione di un valore aggiunto all'attivismo degli azionisti che ha permesso a quest'ultimi di portarli ad utilizzare una varietà di strumenti e canali per interagire con la direzione e con gli altri azionisti. Detto ciò, fondamentale per la

loro propaganda è l'utilizzo sempre più frequente di piattaforme elettroniche, come Twitter, Facebook, LinkedIn, YouTube, blog o forum elettronici dedicati. Il fascino particolare di queste piattaforme è il loro impatto in tempo reale, il quale è facilitato dalla crescente dipendenza di tali canali tra gli investitori. Esso ha consentito agli attivisti di partecipare alle controversie o di avviare nuove cause quasi all'istante.

Un recente studio sul coinvolgimento digitale condotto da FTI Consulting Inc. ha dimostrato che l'80% degli investitori istituzionali ritiene che gli azionisti attivisti si rivolgeranno sempre più ai media digitali per lanciare campagne contro le società target (Remus Valsan, 2014).

Un azionista attivista può abbracciare i social media per i seguenti motivi:

- Comunicazioni sui social media. Brevi comunicazioni digitali di attualità attraverso piattaforme, come Twitter e Facebook, possono mantenere rapidamente e direttamente un pubblico target, compresi gli azionisti, informato su una campagna in corso e comunicare importanti sviluppi in "tempo reale".

- Collegamenti all'interno delle comunicazioni sui social media. I collegamenti incorporati nelle comunicazioni digitali possono indirizzare il traffico verso i siti Web delle campagne degli attivisti degli azionisti. Questi siti Web, che ora vengono comunemente utilizzati nei concorsi elettorali, forniscono contenuti dinamici e di impatto, tra cui grafica e video, e aiutano a massimizzare il coinvolgimento con il pubblico di destinazione.

- Pubblicità sui social media. Le pubblicità sui social media a pagamento relative a un concorso elettorale possono rivolgersi a un pubblico, compresi gli azionisti, in base all'interesse per l'azienda, alla geografia e ad altri attributi. Tali annunci pubblicitari possono anche garantire che le comunicazioni siano prioritarie e non sepolte sotto altri post. Gli annunci sui social media possono anche essere distribuiti insieme al marketing sui motori di ricerca.

- L'analisi dei dati può consentire all'azionismo degli azionisti di misurare l'interesse per determinati contenuti visualizzati su piattaforme di social media e aiutarli a perfezionare le loro comunicazioni per ottimizzare i risultati.

Poiché l'uso delle piattaforme di social media da parte degli azionisti attivisti è stato più diffuso negli Stati Uniti che nelle giurisdizioni straniere, l'applicabilità delle regole di delega della giurisdizione locale nei confronti dei social media non è così sviluppata come negli USA. Tuttavia, fino a quando il fenomeno dell'attivismo globale continuerà a crescere, ci si aspetterà di vedere attivisti di tutto il mondo espandere il loro uso dei social media per comunicare con gli azionisti. (Steve Wolosky, Andrew Freedman, Ron S. Berenblat, 2018).

1.4.2. L'USO DI TWITTER PER L'ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI

Gli azionisti si stanno organizzando e mobilitando su nuove piattaforme di social media come Twitter. Ciò ha portato a modificare la dinamica dei concorsi di delega degli azionisti in favore dei piccoli azionisti rispetto alla gestione. L'utilizzo dei social media e lo sviluppo della tecnologia telematica può provocare una rivoluzione che potrebbe non portare vantaggio a tutti, almeno dal punto di vista della massimizzazione della ricchezza e che può avere forti implicazioni per il futuro della responsabilità sociale delle imprese.

Al contrario di altri canali di social media come Facebook, lo scopo principale di Twitter è diffondere informazioni e opinioni. In effetti, negli ultimi anni Twitter è stato utilizzato come proxy per il sentimento del mercato stabilendo un forte legame tra tweet e rendimenti futuri (Sprenger et al. 2014). I social media, compreso twitter, sono piattaforme per l'interazione sociale globale. Un utente di Twitter può inviare un "tweet", che è una sorta di messaggio di testo di 140 caratteri, al mondo. Si può dire molto in questo limite, ma allo stesso tempo questi pochi caratteri permettono agli azionisti che non avrebbero mai letto razionalmente un'istruzione proxy di 300 pagine di rispondere a un tweet di 140 caratteri. Detto ciò basti pensare che vengono inviati circa 500 milioni di tweet ogni giorno per comprendere la potenza di questa piattaforma elettronica.

Questa forma di definizione dell'evento comporta numerosi vantaggi: in primo luogo, è paragonabile ad un annuncio ufficiale in quanto è accessibile a tutti e può avere una portata significativa a seconda del numero di follower. L'ampia diffusione è forzata attraverso il cosiddetto "approccio push" che consente la distribuzione di informazioni direttamente all'utente invece di affidarsi all'utente stesso per "estrarre" o accedere alle informazioni (Miller/Skinner 2015). In secondo luogo, tale annuncio può anche essere effettuato per una quota inferiore al cinque per cento. In terzo luogo, poiché un attivista non è obbligato per legge a pubblicare sui social media e piuttosto intenzionalmente carica un post, possiamo supporre che il contenuto includa informazioni nuove e pertinenti. (Tami Dinh, Karla Kopf, Barbara Seitz, 2017). Un ulteriore vantaggio riguarda il fatto che non è necessario che le campagne degli azionisti riescano a spostare la gestione per modificare le proprie politiche ed essere efficaci nel raggiungimento degli obiettivi di sensibilizzazione e aumento della responsabilità sociale delle imprese. A volte sono proprio le campagne di azionisti di base sponsorizzate da azionisti con partecipazioni minime ad ottenere i maggiori risultati attraverso la comunicazione di tweet. Se gli azionisti vogliono effettivamente votare per una proposta precauzionale o contro la direzione, devono comunque compilare una carta proxy o partecipare all'assemblea annuale per

votare, ove sicuramente l'azionista proponente deve parteciparvi. Queste procedure sono passi relativamente costosi che i piccoli azionisti devono intraprendere.

In un mondo di social media, un incontro fisico dovrebbe non essere ancora così inderogabile. Il processo di delega potrebbe essere sostituito dalla democrazia diretta e in tempo reale degli azionisti, la quale potrebbe essere raggiunta con la revisione di alcune norme SEC su come gli azionisti possono comunicare tra loro e il management e, in secondo luogo, consentendo il voto su Internet, sostituendo così la partecipazione in assemblea. L'assemblea annuale degli azionisti è un anacronismo che crea spese senza aggiungere valore. Gli unici che beneficiano da questo incontro sono gli investitori istituzionali radicati. I piccoli azionisti che non possono permettersi di partecipare all'assemblea sono esclusi dal processo, così come i piccoli azionisti che non sono stati invitati a partecipare alle chiamate trimestrali degli analisti sono stati esclusi dalla tempestiva ricezione di informazioni materiali non pubbliche.

In conclusione, la rivoluzione degli azionisti non sarà trasmessa in televisione ma sarà twittata e condivisa. La comunicazione umana sta cambiando a causa del progresso tecnologico e la relazione intra-azionaria sta cambiando con essa. Grazie ai social media e alla tecnologia di voto su Internet, la democrazia degli azionisti, a lungo considerata un mito, potrebbe diventare una realtà (Seth Oranburg, 2015).

CAPITOLO 2

USO DI TWITTER DA PARTE DI CARL ICAHN PER INFLUENZARE APPLE

Di seguito verrà analizzato il caso di Carl Icahn, investitore e filantropo statunitense noto nel mondo economico per la sua attività di corporate raider spesso discussa e per aver raggiunto una grande fama nell'ambito dei social media. Le sue operazioni finanziarie gli hanno permesso di accumulare un patrimonio di 21,3 miliardi di dollari, cosa che lo rende il 31° uomo più ricco del mondo secondo la rivista Forbes (Dominio Solutions). Nato il 16 febbraio 1936 nel Queens di New York City da una famiglia ebraica, si laureò all'Università di Princeton in filosofia e successivamente frequentò la New York University School of Medicine, ma lasciò gli studi a metà non conseguendo la laurea (Luca Scialò 2018). Icahn cominciò la sua attività imprenditoriale a Wall Street nel 1961 come agente di cambio e, successivamente, divenne il fondatore e azionista di controllo di Icahn Enterprises, una holding conglomerata diversificata con sede a New York, precedentemente nota come American Real Estate Partners, società che ha investimenti in vari settori, tra cui: ricambi d'auto, energia, metalli, vagoni ferroviari, casinò, imballaggi alimentari e immobili. Secondo la società stessa, l'hedge fund IEP fa parte della comunità di attivisti dal 1980 (IEP,2016) meritandosi il riconoscimento di essere stato tra i primi a perseguire l'attivismo dei fondi speculativi e di aver delineato il sentiero per la corretta condotta di questa forma di investimento. In aggiunta, il suo fondatore è noto a Wall Street per avere partecipazioni in diverse società, tra cui Apple, eBay, Chesapeake Energy, Herbalife, Gannett Co. e Hertz Global Holdings.

Lo studio di questo capitolo si focalizza sull'utilizzo dei tweet da parte di Carl Icahn sulla società Apple e l'effetto che essi scaturiscono ai rendimenti di mercato delle azioni di quest'ultima. Ad incidere è il fatto che egli mantiene i profili dei social media Facebook e Twitter altamente aggiornati, anche se lo studio di questo elaborato si soffermerà solo sulle attività svolte su Twitter per i seguenti motivi. Innanzitutto, possiede più follower su Twitter (369.000) (Twitter,2019) rispetto quelli su Facebook (32.000) (Facebook,2019), pertanto supponiamo che i tweet ricevano un'attenzione maggiore rispetto ai post di Facebook. Inoltre, rispetto ad altri attivisti di hedge fund e ai loro profili Twitter, Carl Icahn ha, con circa 369.000 follower, di gran lunga una delle più ampie influenze. In secondo luogo, mentre Facebook si basa sul concetto di amicizia e interazione reciproca, Twitter si concentra principalmente sulla diffusione di informazioni e opinioni. Quest'ultimo motivo è particolarmente importante nel contesto dell'attivismo degli hedge fund. In terzo luogo, con i tweet più tempestivi rispetto all'utilizzo degli altri social media, la probabilità che le informazioni siano più rilevanti per i mercati dei capitali è maggiore. Pertanto, mi aspetto che Twitter svolga un ruolo più ampio e

utilizzi questa forma di comunicazione per impattare maggiormente sui mercati. Nel 2013, la società Icahn Enterprises LP ha rilasciato un nuovo comunicato stampa indicando che Carl Icahn utilizza Twitter, oltre che per scopi personali, anche per fornire informazioni ai vari utenti. Questa affermazione mostra chiaramente come egli riconosca in esso il principale mezzo di comunicazione per incoraggiare gli investitori a seguirlo. Quanto appena espresso trova conferma in un'intervista rilasciata dal filantropo statunitense su CNBC (2014) nella quale disse: "Se voglio che le persone sappiano cosa sto facendo, andrò su Twitter e lo dirò ai miei follower"; una grande differenza rispetto a Warren Buffet, il quale, nonostante abbia circa quattro volte più follower (Twitter 2019), con un totale di soli nove tweet non informa regolarmente chi lo segue dal 2016. Inoltre, la regolarità con cui Carl Icahn pubblica un post relativo ad un'azienda target rivela l'importanza che attribuisce a Twitter. Pertanto sembra ragionevole che la pagina di informazioni finanziarie "MarketWatch" abbia nominato il suo profilo primo tra i "Conti Twitter che gli investitori in borsa devono seguire nel 2016" (MarketWatch 2016). Detto ciò mi aspetto che egli sia in grado di ottenere significativi rendimenti anomali positivi attraverso i suoi tweet, grazie al modo in cui utilizza i social media. L'attività più importante su Twitter di Carl Icahn è stata la sua campagna attivista in corso su Apple. I suoi tweet sono caratterizzati dalla natura esigente e dalla loro semplicità, elementi che gli hanno permesso di ottenere un enorme successo tra gli investitori che, come lui, sono interessati ad acquistare azioni Apple. Non basta, ad attribuirgli il primato di investitore più influente ha decisamente inciso una strategia ben ponderata, affinata da decenni di esperienza per l'acquisto, la detenzione e la vendita di azioni. L'implementazione di questa strategia dipendeva dalla sua ricchezza, visibilità, clamore e influenza. Tutto ciò gli ha consentito di pubblicare tramite il suo account, ben 33 tweet (dal 13 agosto 2013 al 18 marzo 2015, in base ai dati che ho a disposizione) e di suscitare un particolare interesse nei suoi follower. Il contenuto riflette il principale obiettivo che persegue con Apple: convincere l'amministratore delegato, Tim Cook, a utilizzare le ingenti riserve di liquidità dell'azienda per raccogliere azioni di acquisizione e contribuire ad aumentare il prezzo azionario sottovalutato. Da ciò si desume che Carl Icahn si rivolge a società redditizie e sane con elevate riserve di liquidità, ma che sono almeno sotto il suo punto di vista sottovalutate e che quindi comportano un potenziale superiore rispetto a quello che il mercato gli attribuisce (IEP 2016). Per contro, gli staff reporter di Wall Street (Pulliam/Peers 2005) sostengono che "lo sdegno di Icahn è rivolto a quei dirigenti che sono pagati in eccesso e non sono in forma".

Analizzando i tweet scopriamo che contengono elementi iterativi, che si sviluppano in cinque aree principali: Personal contact, undervalued, buyback, IEP's stake, reference.



Carl Icahn @Carl_C_Icahn · 13 ago 2013

We currently have a large position in APPLE. We believe the company to be extremely undervalued. Spoke to Tim Cook today. More to come.

263 1784 637

Qui sopra vi è riportato il primo tweet scritto da Carl Icahn su Apple, nel quale possiamo notare che sono stati menzionati tre dei cinque elementi riportati poc'anzi: la quota acquisita (IEP's stake"), il prezzo delle azioni estremamente sottovalutato ("undervalued") e la conversazione con il CEO ("Personal contact"). Gli altri elementi che impiega ma che in questo tweet non vengono riportati sono "Reference", relativamente ai casi in cui utilizza i suoi tweet per fare riferimento a una fonte di informazione e "Buyback", con il quale si riferisce ai tweet che usa per stimolare l'azienda Apple a riacquistare le proprie azioni. Questi elementi gli hanno permesso di stabilire una linea guida per i suoi follower, i quali ogni volta che leggeranno un suo tweet potranno riconoscere in esso l'elemento iterativo che sta utilizzando.

Panoramica dei tweet pubblicati da Carl Icahn durante il periodo di ricerca

# Tweet	Date	# Retweets	# Favorites	Keywords mentioned:				
				Personal contact	Under-valued	Buy-back	IEP's stake	Reference
1	13-Aug-13	981	311	✓	✓		✓	
2	13-Aug-13	2,021	665	✓		✓		
3	22-Aug-13	661	181	✓		✓		
4	01-Oct-13	478	138	✓		✓		
5	23-Oct-13	337	121	✓				
6	24-Oct-13	121	56	✓				✓
7	24-Oct-13	53	27					✓
8	18-Nov-13	71	44					✓
9	04-Dec-13	242	85			✓		
10	22-Jan-14	254	134		✓		✓	
11	22-Jan-14	504	168				✓	
12	22-Jan-14	264	122			✓		
13	23-Jan-14	629	253		✓		✓	
14	23-Jan-14	199	128			✓		✓
15	28-Jan-14	1,200	464			✓	✓	
16	07-Feb-14	399	196		✓			
17	07-Feb-14	449	245		✓	✓		
18	10-Feb-14	114	63					✓
19	23-Apr-14	686	325			✓		
20	23-Apr-14	362	228					
21	19-Aug-14	225	176		✓			
22	19-Aug-14	138	109		✓			
23	19-Aug-14	139	110		✓			
24	08-Oct-14	318	244		✓		✓	
25	08-Oct-14	496	233	✓				
26	09-Oct-14	39	29					✓
27	09-Oct-14	34	28					✓
28	09-Oct-14	204	146					✓
29	09-Oct-14	358	169					✓
30	05-Jan-15	59	77			✓		✓
31	11-Feb-15	208	165					✓
32	12-Feb-15	48	63			✓		
33	19-Feb-15	113	103		✓			✓
Average		376	170					

Fonte: Tami Dinh, Karla Kopf, Barbara Seitz, 2017

In questa tabella vengono riportati tutti i 33 tweet pubblicati dal 13/08/2013 fino al 19/02/2015 e sin da subito possiamo notare che non c'è una regolarità con cui questi vengono condivisi dai suoi follower. Il maggiore afflusso di retweet si nota nei giorni in cui parla di buyback e nei giorni seguenti, mentre la minore condivisione si ravvisa nei giorni in cui è presente solo uno dei cinque elementi iterativi.

L'obiettivo generale che Carl Icahn pone per le sue campagne di attivisti coincide con quello dell'attivismo degli azionisti in generale, vale a dire migliorare il valore degli azionisti (Pulliam/Peers 2005) e, dal momento che possiede e controlla prevalentemente IEP, la salute e l'andamento della società beneficia direttamente e personalmente dei suoi sforzi di attivista (IEP 2016). Secondo IEP (2016), l'hedge fund attorno a Carl Icahn mira ad aumentare le prestazioni e ad arrivare al raggiungimento degli obiettivi attraverso: inversioni operative, iniziative strategiche, cambiamenti di corporate governance o ristrutturazioni finanziarie e di

bilancio. Quest'ultima manovra interessa Apple, dove Carl Icahn esorta Tim Cook ad aumentare i riacquisti di azioni proprie, inoltre, ritiene che attraverso questa iniziativa, le grandi riserve di liquidità (205,67 miliardi di USD a fine 2015) (Apple 2015) possano essere effettivamente utilizzate per aumentare il prezzo delle azioni e quindi portarlo più vicino al suo "vero" valore. Al fine di studiare il legame tra le attività su Twitter e il prezzo delle azioni di Apple, verrà applicata una metodologia di studio degli eventi che misura il modo in cui gli avvenimenti particolari influenzano il prezzo delle azioni e quindi come rendimenti anomali possano influenzare il valore dell'azienda (Brown / Warner 1980). Per essere significativo per lo studio, un "evento" non può essere anticipato dal mercato dei capitali e quindi deve includere nuove informazioni sulle imprese in questione (McWilliams / Siegel 1997). Poiché Carl Icahn utilizza intenzionalmente il suo profilo Twitter come mezzo di comunicazione e IEP segnala che le informazioni stesse possono essere materiali, possiamo ragionevolmente presumere che le informazioni incluse siano nuove e che non possano essere trovate altrove o in anticipo.

Analizziamo ora i principali tweet pubblicati tra il primo del 13 agosto 2013 e il 18 marzo 2015, data limite per questo studio. Su un totale di 33 tweet durante il periodo di ricerca, 13 eventi rimangono nel campione a causa di un raggruppamento degli esiti dovuto agli innumerevoli tweet nell'arco di pochi giorni e, per garantire che vengano prese in considerazione anche le reazioni tardive all'avvenimento, la finestra dell'evento si estende su un totale di quattro giorni. Tale periodo è sufficiente a farci notare la presenza di rendimenti anomali, i quali si ottengono come differenza tra il rendimento effettivo di un titolo e il rendimento atteso. I rendimenti anomali a volte sono innescati da "eventi" che possono includere fusioni, annunci di dividendi, annunci di guadagno dell'azienda, aumenti dei tassi di interesse, azioni legali (Wikipedia). In questo caso sono innescati dai tweet esigenti del presidente di IEP che fanno oscillare il prezzo delle azioni Apple.

Panoramica dei risultati ottenuti dallo studio dell'evento

# Event	Date	CAR (%)	# Retweets	# Favorits	Keywords mentioned:				
					Pers. contact	Under-valued	Buy-back	IEP's stake	Reference
1	13-Aug-13	10.22	3,002	976	✓	✓	✓	✓	
2	22-Aug-13	-1.16	661	181	✓		✓		
3	01-Oct-13	2.21	478	138	✓		✓		
4	23/24-Oct-13	1.90	511	204	✓				✓
5	18-Nov-13	-0.40	71	44					✓
6	04-Dec-13	-0.17	242	85			✓		
7	22/23-Jan-14	2.40	1,850	805		✓	✓	✓	✓
8	07/10-Feb-14	3.39	962	504		✓	✓		✓
9	19-Aug-14	1.14	277	219		✓			
10	08/09-Oct-14	1.42	1,449	849		✓		✓	✓
11	05-Jan-15	1.52	59	77			✓		✓
12	11/12-Feb-15	3.45	256	228			✓		✓
13	19-Feb-15	1.45	113	103		✓			✓
Average:		2.11	764	339					

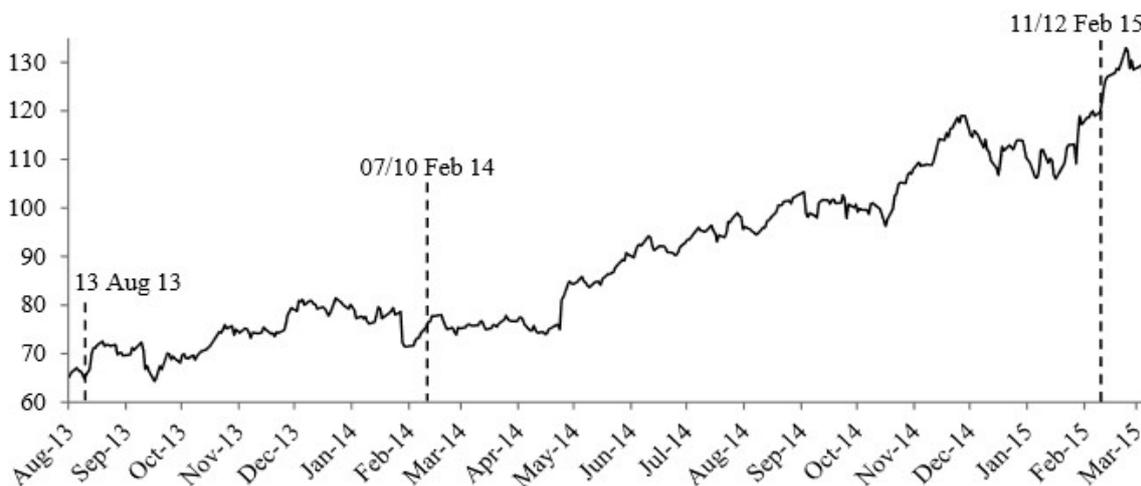
Fonte: Tami Dinh, Karla Kopf, Barbara Seitz, 2017

Questa tabella riporta i risultati ottenuti dallo studio dell'evento. Ogni data dell'evento mostra i rendimenti anomali cumulativi della quota Apple ottenuti in quattro giorni, nonché il numero di retweet, preferiti e le parole chiave menzionate. Le parole chiave si basano sulla analisi qualitativa dei tweet. Il numero di retweet è al 18 marzo 2015.

Osserviamo che la quota d'Apple registra rendimenti anomali cumulativi positivi nella maggioranza dei casi. Inoltre, scopriamo che il tweet medio di Carl Icahn nei nostri campioni porta a un rendimento anomalo cumulativo medio del 2,11% e, in ultima istanza, dando uno sguardo più ravvicinato al campione, esso rivela che ciò è guidato principalmente dal primo tweet del 13 agosto 2013. Questo tweet ha ottenuto un eccezionale rendimento del 10,22% sulla finestra di quattro giorni ricavando il più alto rendimento anomalo all'interno della finestra dell'evento, essendo raggiunto alla data dell'evento stesso 4,75%, ma non riportato nella tabella. Oltre a ciò, la quota Apple registra rendimenti positivi il 7/10 febbraio 2014 e l'11/12 febbraio 2015. Pertanto, tre dei 13 eventi in esame portano a significativi rendimenti anomali cumulativi positivi, il cui rendimento medio raggiunge un valore del 5,69%.

Considerato che non hanno alcuna somiglianza riguardo alle specifiche parole chiave menzionate nei tweet o al numero di retweet e preferiti, analizziamo ora i tre importanti eventi consolidati più dettagliatamente per capire perché sono percepiti favorevolmente dal mercato.

Evoluzione del prezzo delle azioni Apple durante il periodo di ricerca (in dollari)



Fonte: Bloomberg

Questo grafico illustra lo sviluppo del prezzo delle azioni di Apple durante il periodo di ricerca, ovvero da agosto 2013 a marzo 2015. Sono evidenziati i tre eventi che portano a un rendimento anomalo cumulativo positivo durante l'analisi principale. Possiamo notare un rendimento complessivo altalenante ma comunque in esponenziale crescita delle azioni Apple, mentre nei giorni degli eventi studiati l'influenza che Carl Icahn ha portato con i suoi tweet ha permesso di avere sempre un rendimento positivo (Bloomberg).

- Carl Icahn** @Carl_C_Icahn · 13 ago 2013
 Had a nice conversation with Tim Cook today. Discussed my opinion that a larger buyback should be done now. We plan to speak again shortly.
 203 replies 884 retweets 295 likes
-
- Carl Icahn** @Carl_C_Icahn · 13 ago 2013
 We currently have a large position in APPLE. We believe the company to be extremely undervalued. Spoke to Tim Cook today. More to come.
 263 replies 1783 retweets 637 likes

Il significato dei primi due tweet del 13 agosto può essere spiegato dall'elevata attenzione ricevuta e dalle informazioni incluse. Tra questi, Carl Icahn ha informato i suoi seguaci della quota azionaria acquisita da IEP, della sua convinzione "dell'estrema sottovalutazione" di

Apple e di una conversazione personale che ha avuto con Tim Cook. Anche il numero di retweet è eccezionale, risultando il più alto tra tutti i suoi tweet durante il periodo di ricerca. Il massimo rendimento anomalo all'interno della finestra dell'evento è stato raggiunto alla data dell'evento stesso. Ribadisco che il giorno del tweet il rendimento anomalo è stato del 4,75%, non visualizzato nella tabella, rispetto a un eccezionale rendimento anomalo cumulativo del 10,22% sulla finestra dell'evento di quattro giorni. In questi due tweet su Apple, Carl Icahn ha esortato Tim Cook per la prima volta ad aumentare sostanzialmente i riacquisti di azioni e, sebbene non ne abbia specificato il valore, essi sono stati capaci di spingere il titolo AAPL in borsa verso l'alto, per un guadagno pari a 17 miliardi di dollari. Dopo la discesa degli ultimi mesi, dove le AAPL avevano toccato il loro minimo storico di \$ 56, le azioni di Apple avevano mostrato una vigorosa ripresa a partire dagli ultimi risultati fiscali della Mela. Le azioni erano salite ancora grazie al veto di Obama contro Samsung e al possibile blocco di altri dispositivi dell'azienda Coreana, ed ora sono balzate nuovamente verso l'alto grazie anche ai tweet di Carl Icahn (Riccardo Campaci, 2013). Ovviamente non sarà tutto merito di queste concise comunicazione ma dopo i due tweet le azioni AAPL sono balzate dal valore di \$ 65 ad un massimo di \$ 72 per azione (con un movimento di capitali pari a 17 miliardi di dollari).



Carl Icahn @Carl_C_Icahn · 7 feb 2014

[\\$GOOG](#) @ 19x2014 est operating profit. At same multiple [\\$AAPL](#)=\$1,245 per share. Ridiculous. Keep buying Tim! You still have \$145 billion cash

72 392 225



Carl Icahn @Carl_C_Icahn · 7 feb 2014

Tim Cook again confirms [\\$AAPL](#) will launch new products in new categories (plural) this year. Wall Street apparently still not listening.

42 361 171

Nell'intervista con il Wall Street Journal, Tim Cook ha dichiarato dei riacquisti di azioni e per rassicurare gli investitori ha rilasciato le seguenti parole: "Significa che stiamo scommettendo su Apple, significa che siamo davvero fiduciosi su ciò che stiamo facendo e su ciò che intendiamo fare". Non solo, per ribadire ciò che è ovvio per molti osservatori, Cook ha anche affermato che avrebbe presto mantenuto le promesse di espansione della linea di prodotti: "Ci saranno nuove categorie" ha detto, "Non siamo pronti a parlarne, ma stiamo lavorando su alcune cose davvero eccezionali". Carl Icahn, dopo aver trascorso gran parte degli ultimi sette mesi in agitazione per Apple (AAPL) per fargli riacquistare ulteriori azioni in modo accelerato, ha ripreso l'attivismo sui social utilizzando dei tweet concreti e informativi nella loro natura e che

contengono informazioni pertinenti al prezzo delle azioni dell'azienda di Cupertino. Il 7 febbraio, Icahn rimprovera Wall Street per non aver ascoltato le parole del CEO Tim Cook, utilizzando un tweet forte e ricco di significato, il quale può essere attribuito al messaggio che evidenzia le eccezionali prestazioni finanziarie di Apple. Il tweet spinge ulteriormente per maggiori riacquisti e si rivolge ad analisti e investitori per aumentare le loro previsioni sulle azioni e, per non essere sconfitto dal limite di 140 caratteri di Twitter, ha nuovamente supportato il CEO con un secondo Tweet: "Tim Cook conferma nuovamente che \$ AAPL lancerà nuovi prodotti in nuove categorie (plurale) quest'anno. Sembra che Wall Street non stia ancora ascoltando" (Clive Minchom, 2014). Quindi Icahn sta facendo del suo meglio per concentrarsi su ciò che deve ancora venire da Apple poiché sa benissimo che l'innovazione richiede tempo e pazienza, piuttosto che richiedere una gratificazione immediata sul lato del prodotto, che recentemente è stato il mantra di Wall Street.



Il tweet del 10 febbraio 2014 contiene un link che inoltra ad una lettera che Carl Icahn ha scritto ed inviato agli azionisti di Apple, dove al suo interno vengono esposti i problemi che secondo lui sono da risolvere. Nella lettera esprime il suo disaccordo con l'institutional shareholder service (uno dei maggiori fornitori di soluzioni di governance aziendale per la comunità finanziaria mondiale), il quale ha respinto la proposta dove Icahn chiedeva un riacquisto di azioni da \$ 50 miliardi. Se da un lato è in disaccordo, dall'altro egli concorda con la loro valutazione e raccomandazione riguardante le recenti azioni intraprese dalla società per riacquistare aggressivamente azioni sul mercato. In sole due settimane Apple ha riacquistato azioni del valore di \$ 14 miliardi, che per l'anno fiscale 2014, sembra portarla sulla buona strada per riacquistare azioni per un valore di almeno \$ 32 miliardi. In definitiva Icahn non vede alcun motivo per persistere con la sua proposta non vincolante, soprattutto quando la società è già così vicina al raggiungimento del suo obiettivo. Quindi ha deciso di chiedere al consiglio di amministrazione di Apple di spendere altri \$ 18 miliardi in riacquisti di azioni nell'anno di riferimento, concordando sul fatto che la società continua a essere estremamente sottovalutata e condividendo un comune ottimismo rispetto al brillante futuro a lungo termine dell'azienda (Carl Icahn 2014). L'ottimismo è in parte alimentato dalla fiducia che egli ripone nei suoi tweet, i quali, in una certa misura sono riusciti a portare ad un costante aumento del prezzo delle azioni.

Come possiamo notare nel grafico riportato (pagina 21), le azioni Apple hanno avuto un crollo nel periodo antecedente la pubblicazione dei tweet. Tale avvenimento è derivato dalle errate aspettative che il mercato riponeva nella vendita di prodotti e che hanno portato il prezzo azionario a scendere da \$ 78 a \$ 71 per azione. Una concreta ripresa si è verificata nei giorni di pubblicazione dei tweet, in tali giorno il prezzo è passato da \$ 73 (7 febbraio) a \$ 76 per azione (11 febbraio), portando ad un rendimento del 3,39% in una finestra di 4 giorni (Apple-Stock Price-, 2020).



Questa figura mostra i tweet di Carl Icahn su Apple l'11 e 12 febbraio 2015 (Twitter). "AAPL" è il simbolo del ticker dell'azienda per Twitter ed è preceduto dal simbolo del dollaro USA, che crea un collegamento ipertestuale che trasferisce gli utenti ad altri tweet che menzionano lo stesso simbolo di ticker (Supporto Twitter 2014). In aggiunta Icahn inoltra una lettera dove afferma che secondo lui sembra che in qualche modo al mercato manchi un principio di valutazione molto basilare: “quando si prevede che i guadagni futuri di una società crescano a un ritmo molto più veloce di quello dell’S & P 500, il mercato dovrebbe valutare quella società con un multiplo P/E più elevato” (Carl Icahn, 2015), invece di valutarlo ad un P/E di 10x.

Prezzo azioni Apple secondo Carl Icahn

Forecasted FY2015 EPS	\$ 9.70
P/E	20x
Enterprise Value per Share	\$ 194.00
Net Cash per Share	\$ 22.31
Estimated Market Value per Share	\$ 216.31

Fonte: CARLICAHN.COM

Icahn ha creato questa tabella in cui mostra come a suo avviso il mercato avrebbe dovuto valutare Apple con un P/E di almeno 20x, che moltiplicato per 9,70 (vale a dire l'EPS previsto) e sommato al net cash per share di \$ 22, avrebbe rivalutato le azioni da un valore di \$ 122 a \$216 per azione, ciò che pensava Apple valesse in quel momento.

L'11 febbraio 2015, circa un anno e mezzo dopo l'acquisto di azioni Apple Carl Icahn informò con soddisfazione i suoi seguaci che Tim Cook aveva annunciato pubblicamente di riacquistare un numero considerevole di azioni. Nell'aprile 2015, Apple ha reso noti maggiori dettagli sull'aumento del "programma di restituzione del capitale" assicurando la restituzione agli investitori di un totale di 200 miliardi di USD in contanti, compresi i riacquisti di azioni e un aumento dei dividendi, fino al 2017 (TidBITS 2014). "Crediamo che Apple abbia un futuro brillante davanti a sé, e le dimensioni senza precedenti del nostro programma di ritorno del capitale riflettono questa forte fiducia", ha affermato il CEO di Apple. "Sebbene la maggior parte del nostro programma si concentrerà sul riacquisto di azioni, sappiamo che il dividendo è molto importante per molti dei nostri investitori, e quindi lo stiamo incrementando per la terza volta in meno di tre anni", nel frattempo l'amministrazione continua a rivedere ogni elemento del programma di ritorno del capitale con regolarità e provvede di fornire un aggiornamento sul programma su base annuale. (Tiziana Scanu, Newsroom, 2015).

Di conseguenza, da un lato, il tweet dell'11 febbraio 2015 può essere considerato come una dimostrazione del risultato finale della sua campagna attivista, poiché il programma di restituzione del capitale di Apple di 200 miliardi di USD supera il suggerimento di Carl Icahn di 150 miliardi di USD. D'altro canto, questo tweet può essere visto come un successo temporaneo. Si può supporre che Icahn abbia sollecitato ulteriori cambiamenti in Apple mentre continua la sua campagna di attivismo dopo l'11 febbraio 2015. Entrambi gli argomenti possono supportare i significativi rendimenti anomali cumulativi causati da questo tweet.

Nel complesso, Carl Icahn sembra in alcune occasioni essere in grado di influenzare il prezzo delle azioni Apple attraverso i suoi tweet, ma non in tutte. Ci sono varie spiegazioni per questi risultati: in primo luogo, la sua partecipazione relativamente piccola dello 0,8% a partire dal 2015 potrebbe essere una ragione per cui il mercato dei capitali ritiene rilevante solo una parte subordinata delle informazioni twittate. In secondo luogo, l'impatto di un tweet, al giorno d'oggi, potrebbe essere ancora in parte contenuto rispetto all'emissione del regulatory filing (negli Stati Uniti sono una serie di documenti, ad esempio conti finanziari, che una società deve inviare all'organizzazione che regola le proprie attività, come verifica che quest'ultime sono oneste e legali) (Cambridge Dictionary). Quanto affermato è supportato dal fatto che pochi attivisti di hedge fund hanno in realtà un profilo Twitter e, in ultima analisi, un numero ancora più ridotto lo utilizza regolarmente per scopi di attivismo. In modo particolare, l'analisi del

nostro caso mostra che tali piattaforme di social media trasmettono informazioni, al di là delle regulatory filing, che possono influenzare il valore di mercato di un'azienda. Soprattutto i forti risultati del primo tweet del 13 agosto 2013 suggeriscono che Twitter si comporta come una "macchina magica per la creazione di ricchezza" quando viene utilizzato da Icahn e che i suoi tweet sono davvero uno strumento di potere (Carr 2013).

Alla luce della crescente importanza e portata dei social media, tali campagne di attivismo stanno diventando sempre più rilevanti e le risposte, i retweet e i Mi piace possono alimentare il dibattito pubblico e aumentare l'attenzione e la copertura mediatica. I risultati e in particolare i primi tweet del 13 agosto 2013, dimostrano che le attività sui social media potrebbero potenzialmente influenzare il prezzo di condivisione dell'azienda target.

Sebbene i cinguettii di Carl Icahn mostrino un certo effetto sul prezzo delle azioni Apple, riconosciamo che sulla base dei risultati ottenuti l'impatto complessivo è presumibilmente ancora piuttosto modesto. Le analisi svolte suggeriscono che i social media sembrano giocare un ruolo importante e, alla luce della loro crescente diffusione, la ricerca futura non può che essere incoraggiata ad approfondire ulteriormente questo fenomeno.

CONCLUSIONE

Come abbiamo potuto constatare lo shareholder activism è diventato un fenomeno di difesa davvero fondamentale per gli azionisti che non ricevono le attenzioni dovute e che si sentono insoddisfatti dalle prestazioni della propria azienda. La separazione tra proprietà e controllo ed un consiglio di amministrazione interessato principalmente ad arricchire i propri membri ha portato ad un fenomeno indesiderato per gli azionisti, l'agency theory, un problema non da poco che ha comportato agli azionisti di non possedere tutte le informazioni, tenute nascoste dal board e ad attivarsi con programmi di tutela basati su contratti regolati sul raggiungimento di obiettivi. La suddivisione dell'azionismo a seconda della società interessata (azionismo: economico di governance e ambientale) si dimostra un mezzo efficace nella lotta contro la sregolata gestione d'impresa, mentre la suddivisione in base all'operato (azionismo: low cost, high cost) grazie al capitale che bisogna detenere per essere influenti, permette a qualsiasi azionista, anche a chi non possiede una grande quantità di capitale, di influire nelle decisioni aziendali e contestare quanto fatto dal board.

Lo sviluppo dei social media negli ultimi anni, in particolare di Twitter, ha portato la diffusione dell'attivismo degli investitori in un campo tutto nuovo e ricco di opportunità, basato sul contatto diretto e sulla possibilità di persuadere in qualsiasi momento la società target interessata. Lo studio dell'elaborato finale mira a rispondere alla domanda di ricerca se esiste un legame tra i tweet di un singolo attivista, nel nostro caso Carl Icahn e il valore dell'azienda target, utilizzando una metodologia diretta di studio degli eventi. A differenza degli studi esistenti sull'effetto dell'attivismo basato sui social media, che concludono che quest'ultimo porta a significativi ritorni anomali positivi, l'analisi svolta utilizza una forma di definizione emergente basata sui post dei social media. Utilizzando il caso dell'attivista creatore del fondo IEP Carl Icahn e della società target Apple, viene definito un evento, come la data in cui pubblica un tweet su Apple tramite il suo profilo Twitter. Il periodo di ricerca include tutti i tweet dal 13 agosto 2013 fino al 18 marzo 2015 e i risultati ottenuti dimostrano che tre eventi consolidati portano a significativi ritorni anomali positivi su Apple. In particolare il tweet di apertura del 13 agosto 2013 che porta ad un notevole ritorno del 10,22% e i due tweet consecutivi del 07/10 febbraio 2014 e dell'11/12 febbraio 2015 che generano rendimenti anomali positivi. Con ciò osserviamo che sembra essere stato in grado di raggiungere il suo obiettivo reale in Apple, vale a dire convincere Tim Cook ad aumentare i riacquisti di azioni. Carl Icahn, che ha avviato la sua campagna Twitter su Apple nell'agosto 2013, ha informato i suoi follower nel febbraio 2015 che il CEO di Apple ha promesso di riacquistare un numero

considerevole di azioni e nell'aprile dello stesso anno, siamo venuti a conoscenza del riacquisto di 200 miliardi di dollari di azioni, molto di più di quanto aveva chiesto Icahn.

Possiamo concludere affermando che l'utilizzo di Twitter ha avuto un impatto indispensabile in questa campagna attivista ed ha portato al raggiungimento dell'obiettivo prefissato. Pertanto fondamentali saranno le ricerche futura che porteranno ad approfondire un campo ancora povero di risultati ma che stimolato porterà gli studi sulle attività dei social media e la loro influenza sul valore di mercato di un'azienda a svolte cruciali.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

-Brown, S. J./Warner, J. B., 1980: Measuring security price performance. in: *Journal of Financial Economics* 8, pp. 205-258.

-Chung, H., & Talaulicar, T., 2010. Forms and effects of shareholder activism. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 253-257.

-Dalton, B., & Rama, M., 2016. Understanding the rise and decline of shareholder activism in South Korea : The explanatory advantages of the theory of Modes of Exchange. *Asia Pacific Business Review*, 22(3), 468-486.

-Frantz, P., & Instefjord, N., 2007. Socially and privately optimal shareholder activism. *Journal of Management & Governance*, 11(1), 23-43

-Gillan, S. L., & Starks, L. T., 2007. The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.

-McWilliams, A./Siegel, D., 1997: Event studies in management research: Theoretical and empirical issues, in: *Academy of Management Journal* 40 (3), pp. 626-657.

-Rusbult, C. E., Zembrodt, I. M., & Gunn, L. K., 1982. Exit, voice, loyalty and neglect: Responses to dissatisfaction in romantic relationships. *Journal of Personality and Social Psychology*, 43(6), 1230-1242.

- Alessia Chiovaro, 2005. Costi di agenzia. Disponibile su <<https://www.tesionline.it/appunti/finanza-d-azienda/costi-di-agenzia/912/45>> [Data di accesso: 12/10/2019].
- Admati e Pfleiderer, 2009. The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. Disponibile su <<https://pdfs.semanticscholar.org/e96c/980fb37fff19ecc758937db05069d99744e5.pdf>> [Data di accesso: 27/11/2019].
- Apple –Stock Price-,2020. Stock Price. Disponibile su <https://investor.apple.com/stock-price/default.aspx>> [Data di accesso: 03/01/2020].
- Apple, 2015. Form 10 – K. Disponibile su <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312515356351/d17062d10k.htm#oc>> [Data di accesso: 19/11/2019].
- Bloomberg. Share price development of Apple Disponibile su <<https://www.bloomberg.com/search?query=evolution%20share%20apple>> [Data di accesso: 22/11/2019].
- Cambridge Dictionary. Regulatory filin. Disponibile su <<https://dictionary.cambridge.org/it/dizionario/inglese/regulatory-filing>> [Data di accesso: 14/12/2019].
- Carl Icahn, 2014. CARL C. ICAHN ISSUES OPEN LETTER TO APPLE SHAREHOLDERS. Disponibile su < <https://carlicahn.com/our-letter-to-apple-shareholders/> > [Data di accesso: 06/12/2019].
- Carl Icahn, 2015. Carl Icahn Issues Letter to Twitter Followers Regarding Apple. Disponibile su <<https://carlicahn.com/letter-to-twitter-followers-regarding-apple/>> [Data di accesso: 08/12/2019].
- Carr, 2013. Using Twitter to Move the Markets. Disponibile su <<https://www.nytimes.com/2013/10/07/business/media/using-twitter-to-move-the-markets.html>> [Data di accesso: 15/12/2019].
- CNBC, 2014. CNBC Transcript: CNBC’s Scott Wapner Speaks with Carl Icahn, Chairman Icahn Enterprises, Today on CNBC’s “Fast Money Halftime Report. Disponibile su < <https://www.cnbc.com/2014/03/10/cnbc-transcript-cnbc-scott-wapner-speaks-with-carl-icahn-chairman-icahn-enterprises-today-on-cnbc-fast-money-halftime-report.html> > [Data di accesso: 14/11/2019].
- Connor D Wolf, 2017. Everything You Need to Know About Shareholder Activism. Disponibile su < <https://www.insidesources.com/everything-need-know-shareholder-activism/> > [Data di accesso: 19/10/2019].
- Clive Minchom, 2014. Carl Icahn Tweets Support For Latest \$14 Billion Apple Stock Repurchases. Disponibile su < <https://jewishbusinessnews.com/2014/02/08/carl-icahn-tweets-support-for-latest-14-billion-apple-stock-re-purchases/> > [Data di accesso: 25/11/2019].

- Davis, Schoorman e Donaldson, 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. Disponibile su https://www.academia.edu/1186198/Toward_a_Stewardship_Theory_of_Management > [Data di accesso: 19/11/2019].
- Dominio Solutions. Carl Icahn e il suo portafoglio aggiornato. Disponibile su <https://www.dominosolutions.it/news/carl-icahn-e-il-suo-portafoglio-aggiornato-457> > [Data di accesso: 05/11/2019].
- Farlex Financial Dictionary. Blockholder. Disponibile su <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/blockholder> > [Data di accesso: 22/10/2019].
- Facebook, 2019. Carl Icahn. Disponibile su <https://it-it.facebook.com/carlicahn/> > [Data di accesso: 13/11/2019].
- Ferri, 2010. Low Cost' Shareholder Activism: A Review of the Evidence. Disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1718495 > [Data di accesso: 19/10/2019].
- Fisch, J. E. 2017. Permanent voting instructions: responsibility of the excluded retail investor. disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2972838 > [Data di accesso: 21/11/2019].
- Fox, J. 2012. Exit, voice, and Albert O. Hirschman. Harvard Business Review. December 12. Retrieved February 17, 201. disponibile su <https://hbr.org/2012/12/exit-voice-and-albert-o-hirsch.html> > [Data di accesso: 13/11/2019].
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. 1998. A survey of shareholder activism. Disponibile su http://www.mfsociety.org/modules/modConferences/uploadFiles/miscFiles/1339670183-Plenary_Talk_Paper_David_Yermack.pdf > [Data di accesso: 14/11/2019].
- Hirschman A.O. 1970. Exit, voice and the State. Disponibile su <http://homepages.wmich.edu/~plambert/comp/hirschman.pdf> > [Data di accesso: 29/11/2019].
- IEP, November, 2016. Investor presentation. Disponibile su https://www.desmogblog.com/sites/beta.desmogblog.com/files/IEP_nov_2016_-_Investor_Presentation_FINAL.pdf > [Data di accesso: 10/11/2019].
- Jacques Cory, 2019. Business Ethics. The Ethical Revolution of Minority Shareholders. Disponibile su <https://link.springer.com/book/10.1007%2F978-1-4615-6588-8> > [Data di accesso: 14/12/2019].
- James Chen, 2019. Corporate Governance Definition. Disponibile su <https://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp> > [Data di accesso: 05/10/2019].
- Jb maverick, 2019. What are the Most Effective Ways to Reduce Moral Hazard?. Disponibile su <https://www.investopedia.com/ask/answers/042715/what-are-most-effective-ways-reduce-moral-hazard.asp> > [Data di accesso: 04/01/2020].

- Judge, Gaur & Muller-Kahle, 2010. Antecedents of shareholder activism in target firms: Evidence from a multi-country study. Disponibile su <<https://pennstate.pure.elsevier.com/en/publications/antecedents-of-shareholder-activism-in-target-firms-evidence-from>> [Data di accesso: 17/11/2019].
- Law Teacher, 2018. The separation of ownership and control. Disponibile su <<https://www.lawteacher.net/free-law-essays/business-law/the-separation-of-ownership-and-control.php>> [Data di accesso: 10/10/2019].
- Logsdon & Van Buren, 2008. Beyond the Proxy Vote: Dialogues between Shareholder Activists and Corporations. Disponibile su <<https://www.jstor.org/stable/40294973?seq=1>> [Data di accesso: 19/11/2019].
- Luca Scialò, 2018. Carl Icahn: storia di uno degli investitori più ricchi del Mondo. Disponibile su <<https://www.webeconomia.it/carl-icahn-storia-uno-degli-investitori-piu-ricchi-del-mondo/16660/>> [Data di accesso: 12/11/2019].
- Mallin & Melis, 2010. Shareholder rights, shareholder voting, and corporate performance. Disponibile su <<https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-010-9138-1>> [Data di accesso: 17/11/2019].
- MarketWatch, 2016. The Twitter accounts stock-market investors need to follow in 2016. Disponibile su <<https://www.marketwatch.com/story/worried-about-the-2016-stock-market-follow-these-twitter-accounts-2015-12-18>> [Data di accesso: 15/11/2019].
- McNulty & Nordberg, 2016. Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners. Disponibile su <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/corg.12143>>. [Data di accesso: 23/11/2019].
- Mike Boland e Don Hofstrand, 2009. The role of the board of directors. Disponibile su <<https://www.extension.iastate.edu/agdm/wholefarm/html/c5-71.html>> [Data di accesso: 07/10/2019].
- Miller / Skinner, 2015. The Evolving Disclosure Landscape: How Changes in Technology, the Media, and Capital Markets Are Affecting Disclosure. Disponibile su <<https://pdfs.semanticscholar.org/8a00/85a60b01e21d6f430a7e23040742625a754a.pdf>> [Data di accesso: 29/11/2019].
- Remus Valsa, 2014. Social Media and Shareholder Activism. Disponibile su <<https://www.ecclblog.law.ed.ac.uk/2014/05/08/social-media-and-shareholder-activism/>> [Data di accesso: 22/10/2019].
- Reuben James, 2017. The Advantages of the Separation of Ownership & Management. Disponibile su <<https://bizfluent.com/info-8080878-advantages-separation-ownership-management.html>> [Data di accesso: 11/10/2019].
- Riccardo Campaci, 2013. AAPL: Quando un tweet (di Carl Icahn) muove 17 miliardi di dollari. Disponibile su <<https://www.macitynet.it/carl-icahn-aapl/>> [Data di accesso: 26/11/2019].

- Seth Oranburg, 2015. How Twitter Is Disrupting Shareholder Activism. Disponibile su <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2015/01/14/how-twitter-is-disrupting-shareholder-activism/>> [Data di accesso: 04/11/2019].
- Sjöström, E. 2008. Shareholder Influence on Corporate Social Responsibility. Disponibile su <<https://ex.hhs.se/dissertations/220625-FULLTEXT01.pdf>> [Data di accesso: 20/11/2019].
- Sprenger, 2014. Tweets and Trades: The Information Content of Stock Microblogs. Disponibile su <<http://hughchristensen.co.uk/papers/socialNetworking/SSRN-id1702854.pdf>> [Data di accesso: 28/11/2019].
- Stefano Sergio Schiattone, 2004. Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa. Disponibile su <<https://www.altalex.com/documents/news/2004/07/21/soci-di-minoranza-e-strumenti-di-tutela-nelle-societa-per-azioni-quotate-in-borsa>> [Data di accesso: 13/10/2019].
- Steve Wolosky, Andrew Freedman, Ron S. Berenblat, 2018. Social media and shareholder activism. Disponibile su <<https://ethicalboardroom.com/social-media-and-shareholder-activism/>> [Data di accesso: 26/10/2019].
- Steven Mcshane, 2012. Organizations,behavior,structure,processes. Disponibile su <http://dl.motamem.org/organizations_behavior_structure.pdf> [Data di accesso: 25/11/2019].
- Supporto twitter, 2014. The twitter glossary. Disponibile su <https://www.slideshare.net/ac_andycampbell/twitter-next-steps> [Data di accesso: 04/12/2019].
- Susan Pulliam and Martin Peers, 2005. Once a Lone Wolf, Carl Icahn Goes Hedge-Fund Route. Disponibile su <<https://www.wsj.com/articles/SB112380137093711372>> [Data di accesso: 16/11/2019].
- Tallys Moreth, 2018. (EVLN) Model behaviour. Disponibile su <<http://hrprofessionalnow.ca/business/675-evln-model-behaviour>> [Data di accesso: 16/10/2019].
- Tami Dinh, Karla Kopf, Barbara Seitz, 2017. The Power of Social Media –Shareholder Activism via Twitter and a Firm’sMarket Value. Disponibile su <https://www.alexandria.unisg.ch/250898/1/Dinh_Kopf_Seitz_Shareholder%20Activism_2017.pdf> [Data di accesso: 02/11/2019].
- Thomsen&Canyon. Corporate Governance: Mechanisms and System. Disponibile su <https://elearning.unipd.it/economia/pluginfile.php/82038/mod_resource/content/0/ICG%20019%20-%20Unit%207%20-%20The%20global%20financial%20crisis%20as%20a%20crisis%20of%20governance.pdf> [Data di accesso: 03/10/2019].
- TidBITS, 2015. Apple Makes Even More Money in Q2 2015. Disponibile su <<https://tidbits.com/2015/04/27/apple-makes-even-more-money-in-q2-2015/>> [Data di accesso: 13/12/2019].

-Tiziana Scanu, 2015. Apple estende il programma di ritorno del capitale a 200 miliardi di dollari. Disponibile su < <https://www.apple.com/it/newsroom/2015/04/27Apple-Expands-Capital-Return-Program-to-200-Billion/> > [Data di accesso: 13/12/2019].

-Twitter, 2019. Carl Icahn. Disponibile su < https://twitter.com/carl_c_icahn > [Data di accesso: 11/12/2019].

-Twitter, 2019. Warren Buffett. Disponibile su < <https://twitter.com/warrenbuffett> > [Data di accesso: 13/11/2019].

-USLegal. Minority Shareholder Law and Legal Definition, Disponibile su < <https://definitions.uslegal.com/m/minority-shareholder/> > [Data di accesso: 13/10/2019].

-Wikipedia. Abnormal return. Disponibile su < https://en.wikipedia.org/wiki/Abnormal_return > [Data di accesso: 22/11/2019].

Totale parole: 9150
Totale pagine: 39