



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

CORSO DI LAUREA IN
ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

"L'ATTIVISMO DEGLI AZIONISTI: GLI HEDGE FUND"

RELATORE:

CH.MO PROF. BRUNO MARIA PARIGI

LAUREANDO: FEDERICO CORAN

MATRICOLA N. 1066276

ANNO ACCADEMICO 2015–2016

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
1.GLI HEDGE FUND.....	3
1.1 Definizione di hedge fund.....	3
1.2 Principali strategie.....	6
1.3 Gli hedge fund attivisti.....	8
2.OPPORTUNITÀ E RISCHI DELL'ATTIVISMO	11
2.1 Strategie e opportunità.....	11
2.2 Rischi dell'attivismo.....	14
3.ANALISI EMPIRICA.....	16
3.1 Le imprese target.....	17
3.2 Rendimenti del titolo azionario.....	20
3.2.1 Rendimenti di breve periodo.....	20
3.2.2 Spiegazioni alternative.....	21
3.2.3 Rendimenti di medio-lungo periodo.....	22
3.3 Performance operativa.....	23
3.4 Criticità.....	24
4.CASE STUDIES	28
4.1 Intuit Inc.....	28
4.2 J.C. Penney.....	31
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....	36
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	37

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni l'attivismo degli azionisti ha avuto un nuovo protagonista: gli hedge fund. Questo particolare tipo di istituzione finanziaria, come vedremo, a causa di una particolare struttura organizzativa e una particolare regolamentazione, gode di una notevole agilità nel pianificare le proprie strategie e porre in atto i propri investimenti che modifica in modo sostanziale l'approccio stesso dell'operazione attivista. Questo tipo di operazioni ha acquisito negli ultimi decenni un'importanza notevole, tale che l'*Economist* (7 Febbraio 2015) riporta come queste operazioni dall'inizio del 2009 abbiano toccato il 15% delle società quotate Americane.

Questo tipo di operazioni fa nascere tuttavia una serie di dubbi sulle ragioni e i metodi che gli hedge fund utilizzano per realizzare i propri profitti. Lo scopo dell'elaborato è proprio quello di indagare sull'effetto che hanno queste operazioni: se riescano cioè a creare valore per le imprese che vengono selezionate come target, o se piuttosto i profitti per gli hedge fund risultino da operazioni che mirano ad un incremento di valore del titolo societario della società target nel breve periodo, a scapito della salute dell'impresa in un orizzonte più lungo.

Il primo capitolo cerca dunque di delineare cosa sia un hedge fund e quali siano le principali strategie che questo utilizza; quindi delineare quali siano le caratteristiche peculiari di questo tipo di fondi e come queste rappresentino dei fattori chiave per spiegare il fenomeno dell'attivismo. Il secondo capitolo invece delinea le opportunità che queste iniziative possono far emergere, distinguendosi dalle precedenti forme di attivismo che nei decenni si sono formate nei mercati, con particolare riferimento ai *corporate raider*, fenomeno tipico degli anni '80. Al tempo stesso vengono illustrate le possibili minacce che questi interventi attivisti rappresentano nei confronti delle imprese selezionate come target. Nel terzo capitolo l'attenzione si focalizza su tre studi empirici: Brav et al. (2008), Clifford (2009) e Klein e Zur (2008). Lo scopo dell'esposizione di questi studi è quello di delineare l'impatto che questo tipo di fondi hanno nel mettere in atto strategie di tipo attivista e in particolare rispondere alla domanda chiave riguardo la capacità di creare valore per la società presa di mira. La creazione di valore a sua volta viene misurata in primis attraverso le variazioni del prezzo del titolo della società target, e quindi analizzando come sono variate le performance operative a seguito dell'intervento dei fondi di tipo hedge. L'ultimo capitolo infine, si prefigge lo scopo di illustrare due operazioni attiviste in modo da delineare le modalità di azione attraverso cui i fondi interferiscono nelle società target e riflettere su quali possono essere nei due casi presentati le possibili ragioni di successo o di fallimento.

CAPITOLO 1. GLI HEDGE FUND

1.1 DEFINIZIONE DI HEDGE FUND

È difficile, nella relativa letteratura, trovare una definizione chiara ed univoca di *hedge fund*; una prima definizione che si incontra è la seguente: “Organismi finanziari, localizzati generalmente in centri off-shore o negli Stati Uniti, contraddistinti dal numero ristretto di soci partecipanti e dall’elevato investimento minimo richiesto. Non hanno limiti in materia di obiettivi e strumenti di investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Sono soggetti a una normativa più limitata rispetto agli altri operatori finanziari.”¹

Già da questa prima definizione sono chiare alcune caratteristiche peculiari dei fondi hedge, che li differenziano rispetto ad altri fondi di investimento: caratteristiche distintive che interessano diverse dimensioni, che si intrecciano tra loro. Innanzitutto la particolare struttura organizzativa, definita in modo da garantirsi il massimo beneficio, in termini di esenzione da una serie di regolamentazioni giuridiche e che quindi viene in realtà anche modellata e perfezionata a seconda dell’ordinamento dello stato nel quale il fondo si inerte. Esenzioni derivanti in primo luogo dalla limitatezza degli investitori degli hedge fund: la circoscrizione ad una cerchia limitata di soggetti facoltosi, con quote di capitale di accesso notevoli fa sì che, come sottolinea Croci (2011), un hedge fund sia giuridicamente trattato alla stregua di un investitore privato. Il che dà vita ad un quadro regolativo complessivamente diverso e estremamente meno stringente rispetto a altri tipi di fondi, come ad esempio fondi pensioni o fondi di private equity.

Conseguenza principale della deregolamentazione, è dunque una straordinaria autonomia di cui gli hedge fund godono nel pianificare i loro investimenti e in particolar modo rileva la possibilità di utilizzare contemporaneamente strumenti come il leverage, lo short selling, e strumenti finanziari derivati.

Con il termine *Leverage*, o leva finanziaria, si fa riferimento a una situazione nella quale l’ammontare dell’investimento posto in essere dal fondo o l’esposizione di quest’ultimo sono maggiori rispetto ai capitali messi a disposizione dai soci e clienti del fondo. Una simile posizione può essere ottenuta in diversi modi: attraverso l’esplicito ricorso a fondi esterni attraverso un prestito, o l’utilizzo di prestiti direttamente concessi dal broker, o ancora attraverso l’utilizzo di strumenti finanziari derivati, come ad esempio contratti futures,

¹ Riportata da: BERNARDINI, G., 2010. *Appunti sugli hedge fund*. Disponibile su: <www.unicatt.it>

attraverso i quali è possibile assumere posizioni attraverso il solo deposito di margini, nettamente inferiori al valore pieno delle posizioni stesse. Tecnica, il ricorso alla leva finanziaria, assolutamente comune in tutte le forme di attività economica, da qualsiasi impresa che attraverso il ricorso all'indebitamento pone in essere investimenti necessari allo sviluppo dell'impresa, alla singola famiglia, che nel momento in cui acquisti una casa attraverso un mutuo, sta eseguendo un investimento in leverage. Tuttavia, quando associato a strategie di investimento come quelle implementate dagli hedge fund, il leverage ne può accentuare i caratteri di aggressività, in quanto è in grado di amplificare i rendimenti (e al tempo stesso le perdite). Supponiamo infatti che ad esempio un fondo abbia a disposizione \$1000 di capitale, che vengono investiti in un titolo, il cui prezzo cresce del 10%: il fondo guadagna \$100. Supponiamo ora che il fondo investa, oltre alla propria dotazione, ulteriori \$10000 presi in prestito; in questo caso il rendimento ottenuto dal fondo, prima di togliere i costi dell'indebitamento, è del 110%. Parallelamente però in questo modo aumenta l'esposizione al rischio di potenziali perdite: supponendo che il prezzo del titolo preso in considerazione ad esempio decresca del 10%, la perdita di \$1100 sarebbe maggiore del capitale iniziale investito dal fondo stesso.

La tecnica di *short selling*, cioè di vendita allo scoperto, si sostanzia invece nel vendere titoli che ancora non si possiedono, ma che vengono presi a prestito dal proprio broker, salvo poi doverli restituire entro un termine concordato. Il principale vantaggio di questo tipo di strategia è la possibilità di sfruttare una diminuzione del prezzo dei titoli oggetto delle operazioni e di riacquistarli poi ad un prezzo minore. Il prestito di tali titoli presso il broker richiede l'apertura di un *margin account* nel quale depositare, da parte del beneficiario del prestito, un *collateral* (liquidità o altri titoli), posto a garanzia di eventuali fluttuazioni del titolo che viene prestato. La posizione dell'investitore si chiude quando i titoli venduti vengono riacquistati e restituiti al broker. L'evidente rischio di questo tipo di strategie è la possibilità che il prezzo dei titoli non segua la dinamica sperata ma subisca un rialzo, determinando la necessità per lo *short seller* di reintegrare i margini e il rischio maggiore che il broker avanzi una richiesta di restituzione anticipata dei titoli presi in prestito.

L'ulteriore tecnica citata è l'utilizzo, da parte degli hedge fund, diversamente ad altri tipo di fondi, di titoli derivati, che consentono importanti vantaggi. In primis quello, già citato, di *leverage*, in quanto l'ammontare richiesto per assumere una posizioni in un titolo derivato è sempre nettamente inferiore a quello richiesto per assumere una posizione equivalente nel sottostante. E ancora i derivati offrono la possibilità di implementare strategie di *hedging* per

gestire il rischio e strategie speculative per trarre profitti da fluttuazioni nei prezzi del sottostante.

1.2 PRINCIPALI STRATEGIE

Provato dunque a fornire una definizione di hedge fund, e affrontata un'analisi delle caratteristiche peculiari di questo tipo di fondo, occorre distinguere i principali tipi di strategie e approcci che questi fondi possono adottare. Un criterio distintivo, utilizzato da Pia (2002) si basa sulla distinzione tra strategie direzionali e strategie non direzionali: in relazione alla correlazioni dei rendimenti dei relativi approcci con l'andamento del mercato. Alla prima categoria appartengono quelle strategie come *global macro* e *emerging market*. Dall'altro lato invece strategie come *market neutral*, *event driven* e *short long* e *fixed income arbitrage*.

Partendo dalla strategie non direzionali, la strategia *long short Equity* si sostanzia nella combinazione di posizioni lunghe e posizioni corte in titoli societari, che risultano complessivamente nella produzione di un portafoglio il cui rischio di mercato è limitato, e dunque capace di generare performance positive anche in situazioni di mercato avverse². Lo schema base di questo tipo di strategia prevede l'assunzione di posizioni *long* in titoli societari considerati sottovalutati e allo stesso tempo l'assunzione di posizioni *short* in titoli considerati sopravvalutati. La strategia richiede una notevole e attenta capacità di *stock picking*, di selezione ovvero, dei titoli da inserire nel portafoglio. In questo tipo di approccio, il gestore del fondo non si concentra sulla relazione che sussiste tra le posizione *long* e *short*, e spesso la combinazione risulta in una esposizione netta, positiva o negativa, a seconda delle opportunità presenti nel mercato e in base ad un giudizio complessivo del gestore del fondo sull'andamento del mercato stesso³.

Al contrario, la strategia *market neutral*, si caratterizza per evitare completamente un'esposizione al mercato, in entrambi i versi; le posizioni *long* e *short* vengono quindi ad essere tra loro legate, e in taluni casi assunte in modo contemporaneo. La performance legata a questo tipo di approccio dunque non è più soggetta al rischio sistematico di mercato, rappresentato dal parametro *beta* del Capital Asset Pricing Model; ma solo a rischio specifico, slegato dall'andamento del mercato (*alpha* nel CAPM). Un ruolo ancora più chiave, in questo

² LHABITANT, F., 2006. *Handbook of hedge fund*. Chichester: Wiley

³ da www.barclayhedge.com

tipo di approccio, assume di conseguenza la citata capacità di *stock-picking*, dalla quale dipende completamente il rendimento del portafoglio.

Altra importante categoria è rappresentata dalle cosiddette strategie *event driven*: al contrario delle strategie fin qua analizzate, che puntano ad eliminare il rischio sistematico attraverso una esposizione netta nulla nei confronti del mercato, questa prevede un'esposizione positiva: in particolare focalizzando l'attenzione su specifiche operazioni aziendali⁴. Rientrano tra le *event driven* le strategie di *merger arbitrage* e *distressed securities*. La prima fa riferimento a strategie di investimento che puntano all'estrazione di valore derivante dalla variazione di prezzi di società che affrontano cruciali cambiamenti nel loro assetto, come fusioni e acquisizioni: in particolare assumendo posizioni *long* sulla società acquisita e *short* sulla acquirente. Sebbene, avvenendo conseguentemente all'annuncio di una fusione, le operazioni non portino a rendimenti nominali particolarmente elevati, la recente sempre maggiore numerosità di tali operazioni consente di ottenere comunque un rendimento annuale considerevole⁵. La seconda strategia sopra citata invece, prevede l'investimento in titoli di società che affrontano processi quali la bancarotta, la liquidazione o la ristrutturazione. Critica in questo tipo di approccio è la variabile tempo: i tempi di recupero delle società e dunque di rendimento degli investimenti sono piuttosto lunghi, e sussiste sempre il pericolo che la situazione di *distress*, sulla quale si focalizza l'investimento, non si risolva⁶.

Fixed income arbitrage è invece una strategia che si rivolge al mercato delle obbligazioni; come suggerisce il nome, gli investimenti seguendo questo tipo di approccio sono orientati verso titoli che presentano anomalie nella loro valutazione o distorsioni nei prezzi, attraverso un mix di posizioni lunghe, in obbligazioni più rischiose come quelle aziendali e corte in obbligazioni meno rischiose, come quelle statali. Anche se la volatilità nel mercato obbligazionario è piuttosto bassa, la tipica illiquidità di questo mercato rappresenta un significativo rischio.

Da quelle descritte fino a qui si distinguono le strategie direzionali. In primis la strategia *global macro* prevede un approccio dinamico e volto ad investire in particolari *asset class*, Paesi o regioni che presentano particolari opportunità. Il successo di questo tipo di strategie dipende dalla capacità di anticipare trend, e formulare corrette aspettative riguardo a cicli o cambi strutturali in tali aree geografiche⁷. Rispetto alle strategie viste finora, questo approccio presenta una maggiore correlazione con gli indici di mercato.

⁴ LHABITANT, F., 2006. *Handbook of hedge fund*. Chichester: Wiley

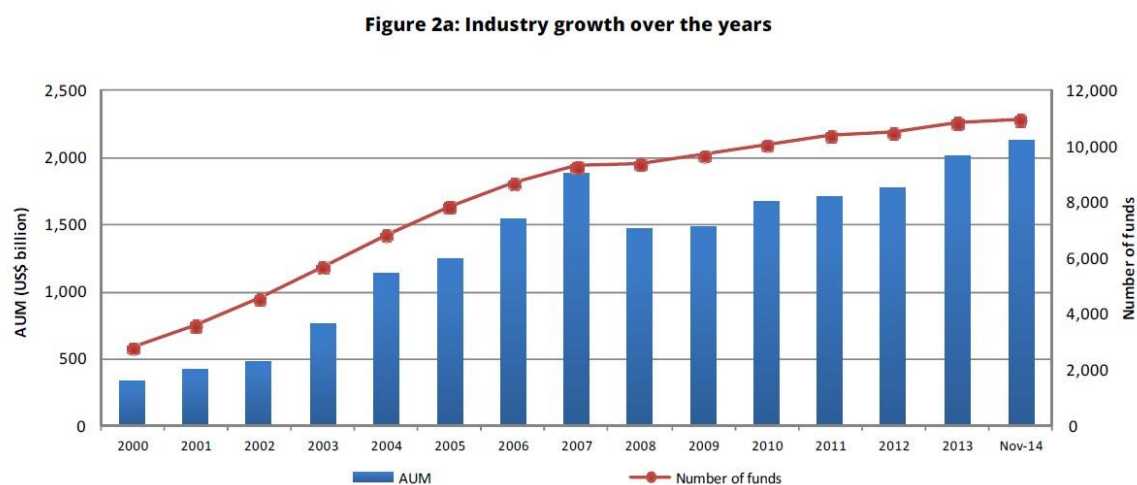
⁵ da www.barclayhedge.com

⁶ LHABITANT, F., 2006. *Handbook of hedge fund*. Chichester: Wiley

⁷ da www.barclayhedge.com

La strategia di *emerging market* prevede invece l'assunzione di posizioni *long* solitamente su titoli *equity* in paesi emergenti, paesi dunque con grande potenzialità di crescita, e allo stesso tempo grande volatilità, che spesso è alla base di distorsioni nei prezzi dei titoli stessi.

Per proseguire l'analisi conoscitiva di questi tipi di fondo, ritengo utile accennare a dati quantitativi che indichino una dimensione della presenza di hedge fund e l'enormità dei capitali che questi ultimi gestiscono, frutto di un esponenziale aumento negli ultimi decenni.



[Grafico 1-Industria degli hedge fund, 2000-2014. Da www.Eurekahedge.com]

Come facilmente evincibile dal grafico 1, il numero di hedge fund operanti nel mercato globale è vertiginosamente aumentato, salvo un arresto negli anni dello scoppio della crisi (2007-2008), per poi riconfermare, negli anni successivi, il trend crescente. All'inizio degli anni duemila infatti il numero di hedge fund era poco più di 500, con un totale di capitale gestito intorno ai \$600 miliardi; oggi si contano più di 10000 fondi con un totale *asset under management* di \$2.1 trilioni.

1.3 GLI HEDGE FUND ATTIVISTI

Di tutte le categorie di strategie fin qui analizzate, quelle che rilevano maggiormente ai fini del mio elaborato sono le strategie *Event driven* e *long/short equity*. All'interno di questi due tipi di approcci è infatti più logico e naturale si sviluppino forme di attivismo da parte degli investitori. Queste, al contrario delle strategie *macro* o *fixed income* indirizzano i loro investimenti verso

titoli societari ed hanno forti incentivi a interferire nella governance e nella definizione delle strategie della società oggetto dell'investimento stesso. Sebbene i fondi attivisti rappresentino una minoranza rispetto al fenomeno complessivo, è da segnalare come questo sia sempre in aumento, viste le ottime performance derivanti da operazioni di successo; tuttavia esse comportano una maggiore esposizione al rischio, richiedendo una forte concentrazione di capitali, che impedisce una sana e adeguata diversificazione del portafoglio.

L'attivismo da parte di azionisti non è sicuramente un fenomeno nuovo, diverse forme e agenti di mercato hanno perseguito e continuano a perseguire questo tipo di strategia. Tuttavia il relativo dibattito è stato riaperto da questo nuovo protagonista rappresentato dagli hedge fund. Un hedge fund infatti presenta peculiari caratteristiche che si traducono in peculiari incentivi a implementare strategie attiviste, diversi e più accentuati rispetto ad altri tipi di fondi, come i fondi di *private equity* o fondi pensione.

In primo luogo, un vantaggio di cui questo tipo di fondi godono è un forte grado di illiquidità, derivato da tipiche clausole di *lock-up*, che vengono inserite nei contratti tra fondi e investitori; esse rappresentano un divieto per gli investitori di ritirare il proprio capitale prima di un predeterminato periodo di tempo, solitamente di durata di due o tre anni, legata comunque anche alla forza contrattuale del fondo stesso; altre simili clausole riguardano l'obbligo di rispettare ampi termini di preavviso per poter prelevare i propri capitali dal fondo. Questi elementi risultano essere essenziali per strategie di attivismo, che richiedono una posizione non estemporanea e i cui relativi benefici si realizzano non solo nell'immediato. Un prelievo precoce minerebbe infatti la stabilità della posizione del fondo nell'azionariato della società, compromettendo il successo stesso della strategia.

In secondo luogo, gli hedge fund sono caratterizzati da un segnato orientamento alla performance, determinato da forti incentivi personali dei gestori a ottenere alti rendimenti nei loro investimenti. Incentivi che riguardano in primis la struttura della compensazione dei fondi stessi. Questa è infatti composta da una duplice fonte di guadagno: una *management fee* da un lato, solitamente intorno al 2%, e una più caratterizzante *performance fee*, legata al rendimento effettivo del fondo, che si attesta a valori intorno al 20%. In aggiunta è da segnalare come una quota significativa dei capitali gestiti del fondo appartengano al gestore, aumentando ancora gli incentivi ad ottenere ottimi rendimenti.

Un ulteriore vantaggio, rispetto ad altre categorie di fondi, nell'adottare strategie attiviste, risiede nella già citata permissività della regolamentazione. Gli hedge fund non sono sottoposti infatti agli obblighi concernenti la diversificazione del portafoglio: obblighi che di fatto

ostacolano un fondo che voglia concentrare un grosso ammontare di capitale, al fine di raggiungere una partecipazione rilevante nella società target e dunque intraprendere un'iniziativa attivista. Come inoltre sottolinea Croci (2014) il concesso uso di strumenti finanziari derivati, permette al fondo di separare la propria posizione economica dal diritto di voto, evitando dunque di dover rendere pubbliche le proprie posizioni (negli Stati Uniti vige l'obbligo di comunicazione alla Security Exchange Commission, qualora le partecipazioni in una società superino il 5%).

Clifford (2008) in aggiunta a tutti questi vantaggi tecnici, segnala un conseguente vantaggio reputazionale per gli hedge fund. Nel momento in cui, infatti, gli attacchi e le dichiarazioni di intraprendere iniziative attiviste sono perpetrate da questi fondi, sono considerate più credibili, rispetto ad altri tipi di fondi di investimento. Maggiore credibilità da intendersi nei confronti sia della *governance* della società target, sia del mercato: credibilità che si traduce, come affronteremo in seguito, in una reazione nei prezzi dei titoli societari.

CAPITOLO 2. OPPORTUNITÀ E RISCHI DELL'ATTIVISMO

Lo scopo di questo capitolo è quello di individuare le potenziali opportunità di iniziative attiviste per le società che vengono selezionate come target, nonché delineare i possibili rischi e danni per l'operatività e la salute dell'impresa nel lungo periodo e in generale nel periodo successivo alla liquidazione della posizione da parte dell'hedge fund attore dell'operazione. La domanda di fondo dunque è: l'attivismo degli hedge fund crea valore?

In questo dibattito l'opinione comune, fomentata dalla stampa, si schiera in modo chiaro contro questo tipo di iniziativa, sottolineandone l'orizzonte di breve periodo e le potenzialità distruttive per il valore della società. Dionysia Katalouzu (2013) è arrivata ad affermare al riguardo la presenza di veri e propri miti che vedono queste istituzioni come orientate esclusivamente al breve periodo, aggressive nel loro approccio e desiderose di assumere il controllo delle società a cui mirano. Complice, chiaramente, nell'amplificare questa visione distruttiva, la reputazione stessa di cui godono gli hedge fund: sono visti come istituzioni che conducono attività meramente speculative e i cui benefici interessano una élite molto facoltosa. Aldilà di quella che può essere un'opinione generale, ritengo comunque questa posizione perfettamente legittima, anche alla luce di quanto spiegato nel capitolo precedente. La particolare struttura di incentivi che riguarda queste istituzioni infatti mette in luce una particolare snellezza nell'azione degli hedge fund e dunque una possibilità maggiore di estrarre valore a danno della società in questione.

2.1 STRATEGIE E OPPORTUNITÀ

Occorre innanzitutto delineare quello che è il piano di azione nel prendere una iniziativa di tipo attivista. L'attivismo degli hedge fund si distingue da altre forme di attivismo anche sul piano operativo ovvero sulle modalità di azione. Spesso questi fondi, complice la loro cattiva reputazione presso il pubblico, vengono associati a fenomeni come quello dei corporate raiders, tipico nei mercati Americani negli anni '80. Questi soggetti, che letteralmente possiamo tradurre come "razziatori" di società, a cui fa capo la figura di Carl Icahn, erano caratterizzati dall'utilizzo di strategie particolarmente aggressive. Come riportato da Cossin e Caballero (2013), questi soggetti erano soliti attaccare imprese poco performanti, attraverso un approccio che si figurava ostile sin da principio, con azioni che spesso culminavano in una acquisizione

ostile, offrendosi di acquistare azioni di altri azionisti anche a prezzi maggiori rispetto alla valutazione di mercato. Queste operazioni proseguivano poi nella maggior parte dei casi in uno spacchettamento dell'impresa e conseguente vendita nel mercato delle singole parti. Tuttavia, a seguito di un forte incremento di questo tipo di operazioni, le società hanno iniziato a implementare una serie di strategie (l'uso di *poison pills*, la creazione di organi direttivi qualificati et cetera), che nel loro complesso hanno portato ad uno sviluppo di adeguate difese contro l'attacco di questo tipo di investitori. Questo tipo di autodifesa, accompagnato da una legislazione mirata ad una maggior tutela degli azionisti di minoranza, ha portato al declino quasi totale di questo tipo di iniziative.

Ecco perché gli hedge fund, considerati un "attivismo 2.0" (Cossin e Cabellero, 2013), hanno un approccio completamente diverso. Un approccio che possiamo definire più morbido rispetto a quello dei raiders. Se infatti questo tipo di operazioni possono raggiungere, e in alcuni casi hanno raggiunto derivate particolarmente aggressive, ad esempio mediante minacce o effettive realizzazioni di *proxy fights* (battaglie per il controllo), esse generalmente sono attuate in modo molto più cauto, e iniziano attraverso l'acquisizione di una quota di partecipazione rilevante, ma non significativa ai fini di assumere il controllo della società (il valore medio delle quote possedute è del 6,3%⁸). La maggior parte delle operazioni sono poi portate avanti mediante metodi che non possono essere definiti aggressivi. Solo nel 27,9%⁹ dei casi infatti le strategie prevedono minacce di *proxy fights* o *takeover bids*. Nei restanti casi le operazioni si limitano a dichiarazioni pubbliche rilasciate dai fondi che sottolineino la mala gestione dell'attuale organo direttivo proponendo cambiamenti nella gestione e nella pianificazione delle attività. Altresì comuni sono strategie che implicino una comunicazione diretta con il management o che puntino ad ottenere un rappresentante nel board direttivo, senza però innescare delle vere e proprie battaglie per il controllo.

In questo contesto la stessa rivista economica *The Economist* (7 Febbraio 2015) definisce gli attivisti come "*capitalism's unlikely heroes*", letteralmente "gli improbabili eroi del capitalismo". La definizione da un lato sottolinea la già menzionata cattiva reputazione dei fondi, ma dall'altro riconosce le possibili opportunità positive offerte da strategie attiviste. Esse infatti rappresentano una reazione al "*lazy capital*", inteso come pigrizia e poca cura degli investitori verso il management, definito "rotten" (letteralmente: andato a male). Un management cioè impigrito e sempre di più disallineato rispetto all'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti. Questa situazione è riconducibile al problema dei

⁸ Dati forniti da Brav et al (2008)

⁹ Dati forniti da Klein e Zur (2008)

costi di agenzia, costi che si originano dal rapporto di agenzia esistente tra gli azionisti e i manager.

Jensen (1986) rinviene l'origine di questo tipo di costi nella volontà dei manager, finalizzata al cosiddetto "*empire building*", all'allargamento cioè delle attività e delle risorse sotto il proprio controllo oltre la misura ottimale; allargamento anche a costo di intraprendere progetti di investimento a Valore Attuale Netto negativo. Questo può essere mosso dalla volontà di prestigio e notorietà conseguenti al governare una società di grandi dimensioni, rispetto ad una di dimensioni contenute, e allo stesso tempo dalla modalità stessa di compensazione dei manager, talvolta legata alla crescita delle vendite. Secondo Jensen, causa prima dei costi di agenzia è la disponibilità di *free cash flow*, in quanto rende possibile la messa in atto di comportamenti opportunistici da parte del manager. La soluzione individuata da Jensen quindi per questi costi è la messa in atto di operazioni che impieghino questi flussi di cassa. La non disponibilità di queste risorse priva il manager dello spazio di manovra necessario a implementare operazioni che perseguano interessi disallineati rispetto a quello degli *shareholder*. Un primo tipo di operazioni praticabili è rappresentato dalla distribuzione di questa ricchezza direttamente agli azionisti: attraverso la distribuzione di dividendi o operazioni di acquisto di azioni proprie. Tuttavia lo stesso Jensen sottolinea la criticità di questo tipo di soluzione. Infatti la concessa distribuzione di dividendi anche nel momento in cui legata alla promessa futura di continuare sulla stessa linea, può essere facilmente cambiata o rettificata. Diverso in questo contesto è invece l'impatto di acquisire nuovo debito: grazie all'impegno a ripagare gli interessi futuri su tale capitale, i flussi di cassa a disposizione dell'organo direttivo saranno ridotti con certezza in un orizzonte temporale più ampio.

Ma come si inseriscono dunque gli hedge fund attivisti nella risoluzione delle problematiche di agenzia? Attraverso le diverse forme attraverso cui gli hedge fund interferiscono nel governo della società, essi rappresentano una importante potenzialità di diminuire questo tipo di costi. In primo luogo attraverso un generale controllo e monitoraggio sull'organo direttivo, rafforzato da una serie di comunicazioni dirette con esso; successivamente sollecitando ad un uso alternativo dei *free cash flow*, attraverso i tipi di operazioni sopra descritti.

È bene segnalare inoltre, nel definire l'impatto positivo che può avere l'attivismo, che se da un lato i costi delle operazioni sono a carico solo dei fondi, i benefici non sono complessivamente appropriabili da quest'ultimi. Vi è quindi una sorta di esternalità positiva per l'impresa in generale e in particolare per gli altri azionisti, legata ad una iniziativa attivista. Gli azionisti infatti godono del beneficio derivante da un eventuale incremento di valore nella stessa misura nella quale ne godono i fondi, in primis attraverso una variazione positiva dei prezzi dei titoli

societari (salvo il già menzionato uso di strumenti derivati da parte del fondo, che può amplificare i suoi introiti). Questa situazione pone quindi gli stessi azionisti nella posizione di *free rider*.

2.2 RISCHI DELL'ATTIVISMO

Se da un lato quindi l'attivismo può migliorare la performance dell'impresa, sono da considerarsi, per una completa analisi, anche i diversi rischi a cui espone l'essere target di una strategia di attivismo da parte di un hedge fund. Come già accennato, le peculiarità organizzative e regolamentari di cui questi fondi godono consente loro una significativa libertà nelle azioni, che sono guidate dal perseguimento dei propri interessi. Questo orientamento può condurre i *fund manager* a implementare strategie che inseguano profitti immediati, a scapito del valore e delle opportunità di crescita di lungo periodo della società target, in quanto avvenuto il disinvestimento gli interessi del fondo nella società target svaniscono. I rischi sono quindi innanzitutto ad un orientamento al breve periodo da parte dei gestori dei fondi, che può portare ad una inadeguata distribuzione di ricchezza agli azionisti, a scapito ad esempio di ricerca e sviluppo, tipo di investimento necessario alla crescita economica nel lungo periodo. Tuttavia è importante sottolineare come i fondi monetizzino i loro guadagni nei mercati finanziari, grazie al movimento positivo del prezzo del titolo societario. E in quest'ottica la problematica si prefigura più ampia e riguarda un generale orientamento al breve periodo dei mercati finanziari nel loro complesso. Zohar Goshen e Richard Squire (2014) riconoscono le possibili cause (non alternative tra loro) in due teorie: quella dei “*myopic markets*” e quella del “*hidden value*”.

La prima teoria riguarda la miopia dei mercati finanziari, cioè la mancata capacità di valorizzare adeguatamente gli investimenti di lungo periodo. Incapacità cioè di valutare in modo corretto i profitti futuri che essi sono in grado di generare. In questa teoria si fa riferimento a una sistematica sottostima delle probabilità di successo dei progetti investimento di lungo periodo (o sovrastima della volatilità dei profitti da esso derivanti), che si traduce in una sottovalutazione del prezzo del titolo societario. Questa teoria presuppone quindi l'inefficienza dei mercati finanziari e spiega gli incentivi dei gestori dei fondi a sacrificare gli investimenti realizzati in ottica di lungo periodo.

La seconda teoria citata sopra, letteralmente del “valore nascosto”, individua come causa del generale orientamento di breve periodo dei mercati finanziari un problema di asimmetria informativa. Infatti i prezzi che si formano nel mercato possono riflettere solo informazioni che sono state rese in qualche modo pubbliche. Non tengono in considerazione nella valutazione di

eventuali progetti o investimenti che le società per diverse ragioni non possono o non vogliono rendere pubblici. Questo aspetto mette in luce dunque la non perfetta informazione di cui dispongono anche gli hedge fund attivisti nel momento in cui compiono le loro analisi sulle società in cui desiderano investire.

Queste teorie, che come abbiamo detto, rappresentano due fattori chiave per spiegare il generale orientamento del mercato al breve periodo, danno origine ad un ulteriore grave pericolo nel quale è facile incorrere nel momento in cui si pone in essere una strategia di tipo attivista. Pericolo che si sostanzia in conseguenze dannose per l'impresa e che viene identificato da Goshen e Squire (2014) come pericolo di *mistargeting*, di errore cioè nelle valutazioni e nelle scelte delle società target. Si consideri ad esempio un'impresa che sia sottovalutata rispetto alle proprie potenzialità. In un'ottica di perfetta efficienza dei mercati, questo può essere causato da problemi di agenzia, nel qual caso l'intervento degli attivisti può essere produttivo. La sottovalutazione può però, alla luce di quanto esposto in questa sezione, derivare da una erronea sottovalutazione da parte del mercato (che sia per asimmetria informativa o per miopia dei mercati). In questo caso, le possibili conseguenze possono essere disastrose e corrosive di valore per l'impresa mirata, se l'hedge fund non risulta essere in grado di determinare correttamente il valore e le potenzialità e riconoscere dunque l'errata valutazione del mercato. Infatti una semplice sottovalutazione del mercato è auspicabilmente correggibile, col passare del tempo, dal mercato stesso, nel momento in cui quest'ultimo riconosca la superiorità del progetto dell'impresa. Ma nel momento in cui un fondo non riconosce questa superiorità nella visione del business, e attraverso posizioni attiviste impone all'organo direttivo una visione di business inferiore a quella già in essere, questo atto porterà ad una distruzione di valore per l'impresa.

Ulteriore rischio è rappresentato dalle possibili derive in cui un'azione attivista può "degenerare". Abbiamo spiegato come queste azioni siano nella maggior parte dei casi non aggressive, tuttavia sussiste il rischio che nel momento in cui l'impresa ostacoli l'azione degli attivisti, o si rifiuti, in modo legittimo, a applicare quanto "prescritto" dai fondi, questi ultimi possano aumentare il loro grado di aggressività. Questo ha portato in alcuni casi a lunghe e controverse battaglie tra fondo e società, che portano ad una situazione di continuo cambiamento ed incertezza che provoca un deterioramento del valore dell'impresa sia nei mercati finanziari che a livello operativo.

CAPITOLO 3. ANALISI EMPIRICA

Dopo aver delineato le caratteristiche e le peculiarità della forma di attivismo promossa dagli hedge fund, e aver definito quali possono essere le opportunità e i rischi connessi a tale fenomeno, in questo capitolo l'attenzione si focalizza sugli studi empirici effettuati in questo ambito. In particolare mi focalizzerò su tre studi: il primo condotto da Brav et al. (2008), uno condotto da Klein e Zur (2009) e infine uno condotto da Clifford (2008); tutti questi studi sono focalizzati sull'attivismo degli hedge fund negli Stati Uniti, paese dove il fenomeno è nato e ha avuto maggiore diffusione. L'utilizzo nel mio elaborato di quanto analizzato dalle tre ricerche è finalizzato a comprendere che caratteristiche abbia quest'ultimo nella realtà, e in particolare quali siano le caratteristiche economiche e finanziarie delle imprese selezionate come target, quale sia la reazione del mercato all'annuncio di una tale iniziativa e dunque il rendimento che essa offra; e infine analizzare come queste strategie influenzino l'operatività e il valore dell'azienda nel periodo successivo al loro disinvestimento.

Innanzitutto occorre definire quali siano le diverse strategie utilizzate dagli studi che andrò ad analizzare per isolare l'effetto dell'attivismo degli hedge fund e le modalità attraverso cui viene costruito il relativo campione.

Brav et al. (2008) studiano l'attivismo degli hedge fund tout court, analizzano le caratteristiche e l'evoluzione di esse attraverso il confronto con un set di imprese comparabili, per grandezza, market-to-book value e industria. Per la costruzione del campione lo studio prende in considerazione i dati raccolti dalla Security Exchange Commission (SEC), l'autorità di vigilanza dei mercati Americana. La normativa Americana prevede infatti che nel momento in cui un qualsiasi investitore, acquisti una partecipazione in una società che ecceda il 5% dell'intera capitalizzazione di mercato, essa sia tenuta a comunicarlo entro il termine di dieci giorni all'autorità, specificandovi unitamente le intenzioni di tale investimento. In particolare, nel momento in cui quest'ultimo sia rivolto a fini attivisti, e dunque a interferire nel governo della società, gli investitori sono tenuti a depositare un modulo specifico, lo *SCHEDULE 13D*. La costruzione del campione parte proprio da quest'ultimo modulo, raccogliendone tutti quelli depositati dal 2001 al 2006, e successivamente selezionando manualmente quelli depositati da parte di hedge fund, identificati attraverso lo studio delle pagine web dei fondi depositanti.

Altro approccio è quello offerto da Klein e Zur (2009), mirato a isolare il particolare effetto che hanno le strategie attiviste nel momento in cui implementate da un hedge fund. Per fare ciò, viene utilizzato come gruppo di controllo un campione di imprese, anch'esse target di strategie

attiviste, ad opera però di altri tipi di investitori, come ad esempio fondi di private equity, o di venture capital o fondi pensione. Ciascuno dei due gruppi di imprese viene associato ad un set di imprese comparabili, come visto nello studio precedente, e le differenze trovate vengono poi testate statisticamente tra i due gruppi per determinarne la significatività e determinare quindi l'impatto degli hedge fund rispetto ad altri fondi. Il campione si basa ugualmente sui dati raccolti mediante gli *SCHEDULE 13D* depositati tra il 2003 e il 2005, distinguendo in questo caso tra quelli depositati da hedge fund e quelli depositati dalle altre istituzioni finanziarie precedentemente citate.

Ulteriore analisi è fornita da Clifford (2008), il quale decide invece di improntare la sua ricerca su un confronto tra gli effetti di una strategia di un hedge fund di tipo attivista con una di tipo "passivo". Per fare ciò studia operazioni che siano state messe in atto dagli stessi hedge fund, su diverse imprese. In questo modo riesce a isolare l'effetto proveniente meramente dall'attivismo degli hedge fund, che non incorpori cioè l'effetto derivante dal solo fatto che un hedge fund detenga una partecipazione rilevante alla società (il metodo utilizzato è equivalente a quello di Klein e Zur). Per il campione attivista quindi, Clifford selezionerà quelle operazioni per le quali è stato depositato presso la SEC il sopra citato *SCHEDULE 13D*. Come gruppo di controllo invece vengono utilizzati i dati relativi allo *SCHEDULE 13G*, il cui deposito è necessario qualora si superi la soglia del 5%, ma le finalità dell'investimento non siano di tipo attivista.

3.1 LE IMPRESE TARGET

È fondamentale in primis definire quali sono quindi le imprese che vengono selezionate dagli hedge fund come target delle strategie attiviste. Le caratteristiche che andremo a mettere in luce sono relative alla dimensione, alla valutazione del mercato, alla redditività, alla struttura di capitale e infine alla governance e alla compagine societaria.

Nello studio di Brav et al. (2008), ai fini di comparazione dei dati trovati circa le imprese target, viene utilizzato un set di imprese che siano omogenee in termini di grandezza, industria e book-to-market value. Sebbene nel descrivere le diversità circa la grandezza e il book to market, i due corrispondenti criteri di selezione delle imprese benchmark vengano abbandonati, ciò, come viene sottolineato da Brav et al, non inficia quanto trovato. Simili risultati sono stati trovati infatti utilizzando come unica variabile per la formazione del set di comparazione l'industria di appartenenza.

La prima variabile analizzata è il *market value*, cioè la capitalizzazione di mercato, utilizzata come misura di dimensione. I risultati mostrano come in media le imprese target degli hedge

fund attivisti siano di dimensioni minori rispetto al benchmark. La tendenza è facilmente spiegabile dal fatto che in imprese con grossa capitalizzazione di mercato, acquisire una partecipazione significativa richiederebbe da parte del fondo un investimento consistente, rappresentante un troppo elevato rischio specifico.

Per quanto riguarda la valutazione di mercato, Brav et al. (2008) prendono in considerazione il Book-to-market value. In questa variabile sono state rilevate differenze negative tra le imprese target e il set di comparabili, statisticamente significative. Questo denota come gli hedge fund mirino a investire in società che siano sottovalutate dal mercato.

Ulteriori risultati riguardano la redditività delle imprese prese in considerazione. In particolare, anche se risultano essere caratterizzate da una minore crescita delle vendite rispetto all'industria di riferimento, il loro *Return On Assets* risulta essere maggiore e maggiore è il livello di *free cash flow* creati, ovvero i flussi di cassa disponibili, provenienti dalla gestione operativa e al netto delle spese di investimento. Dunque il focus degli attivisti si concentra in media su imprese sane dal punto di vista della redditività e che abbiano quindi potenzialità di miglioramento, con riferimento alla valutazione di mercato.

Le ultime variabili di analisi riguardano invece la struttura del capitale: in particolare la leva finanziaria, la liquidità e il tasso di distribuzione dei dividendi. I risultati mostrano come le imprese target abbiano un rapporto debito/capitale mediamente maggiore rispetto al set di comparabili, un minore tasso di distribuzione dei dividendi, e un livello di cash/asset minore.

Possiamo quindi vedere come i risultati trovati dallo studio di Brav et al. (2008) confermino in linea generale quello che era stato precedentemente ipotizzato. Da un lato gli hedge fund, diversamente da altri soggetti attivisti, puntano ad imprese che siano sottovalutate rispetto alle proprie potenzialità, ma che siano performanti e riluttanti alla distribuzione di ricchezza agli azionisti. Dall'altro lato il quadro complessivo risulta essere coerente anche con il citato diverso approccio che gli hedge fund utilizzano: un approccio meno drastico rispetto a esperienze di attivismo meno recenti, in particolare i corporate raiders, le quali strategie erano mirate a imprese che fossero poco performanti per sconvolgerne l'assetto. Risultati significativi in questo contesto sono anche quelli relativi alla compagine societaria delle società target, nella quale appare essere significativa la presenza di investitori istituzionali ed analisti, entrambi considerati come investitori sofisticati. Questo facilita gli hedge fund nella ricerca del consenso attorno alle proprie proposte di cambiamento, necessario per portare a termine gli obiettivi che il fondo si è prefissato, senza che si prefiguri la necessità di innescare pericolose battaglie per il controllo.

I risultati fin qui riportati tuttavia, non sono in grado di isolare il particolare aspetto dell'iniziativa attivista, cioè quello legato al fatto che sia in particolare un hedge fund a perpetrarla. Ma quindi come si distinguono nella selezione delle imprese target gli hedge fund da altri tipi di investitori? Per approfondire questo aspetto è importante analizzare quanto trovato da Klein e Zur (2009), i quali come abbiamo detto, utilizzano come gruppo di controllo un campione di iniziative attiviste, perpetrata da altro tipo di fondi.

I risultati empirici si possono considerare coerenti con quelli di Brav et al. (2008). Riguardo alla performance i dati sottolineano come gli hedge fund selezionino come target imprese sane che siano performanti e più performanti rispetto agli altri attivisti. Il campione riporta infatti sia EBIDTA positivi e maggiori rispetto al gruppo di controllo, sebbene in piccola misura, rispetto alle imprese mirate da altri investitori. Ulteriore conferma viene data dall'analisi dei Z-score delle aziende in questione. Questo indicatore, segnalante il rischio che l'impresa possa andare in bancarotta, risulta essere minore per i target degli hedge fund. Non viene rilevata invece una differenza significativa rispetto al campione di altri attivisti circa il book-to-market value, che comunque risulta essere minore rispetto al set di comparabili.

Riscontriamo una coerenza nei risultati anche per quanto riguarda il livello maggiore di *free cash flows*, significativamente superiori rispetto al gruppo di controllo. Le operazioni degli hedge fund inoltre si caratterizzano per riguardare aziende di dimensioni più grandi rispetto al gruppo di controllo. Ancora una volta quindi riscontriamo coerenza con quello detto finora: le operazioni attiviste promosse da hedge fund, nella maggior parte dei casi non mirano ad assumere il controllo delle imprese target, come invece avviene ad esempio coi fondi di private equity. Quest'ultimi fondi infatti adottano strategie diverse, mirate ad acquisire il controllo della società selezionata come target, attraverso investimenti molto più ingenti nelle società mirate. Dunque, in presenza di imprese di troppo grande dimensione, l'investimento necessario per assumere il controllo risulterebbe essere eccessivamente oneroso.

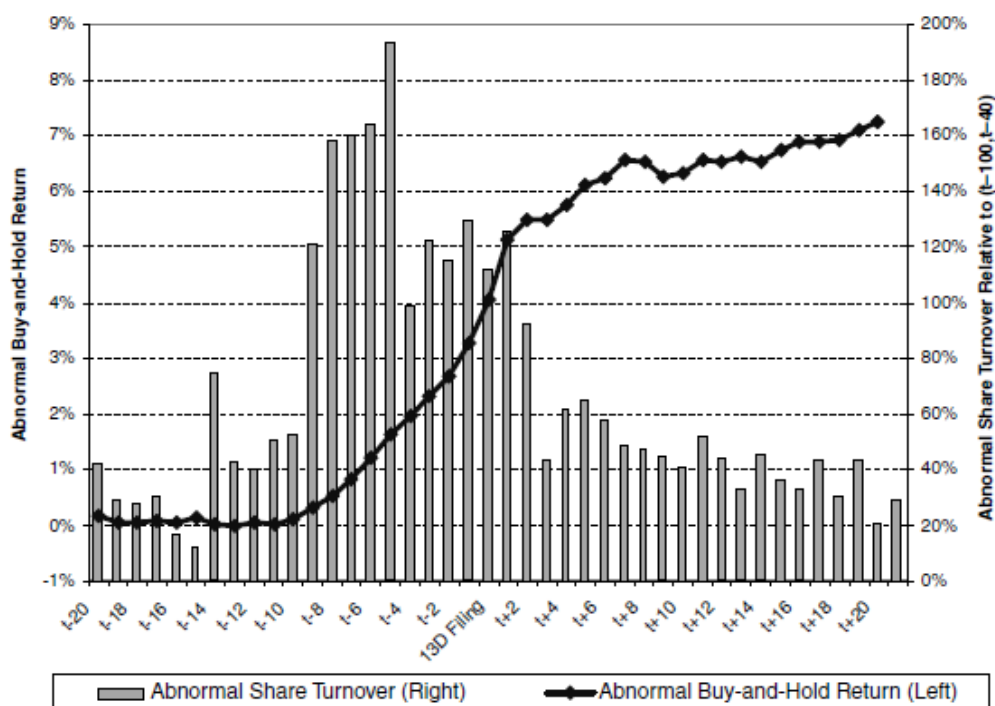
Infine simili risultati sono stati evidenziati anche da Clifford. Rispetto ad iniziative passive, l'attivismo punta ad imprese che hanno avuto, nell'anno precedente all'investimento, una maggiore redditività (maggior ROA) e che ancora una volta siano più sottovalutate dal mercato. I risultati indicano un minor book-to-market e al tempo stesso le imprese mirate da investimenti passivi hanno registrato un rendimento annuale del 19.45% maggiore rispetto a quelle prese di mira da attivisti. Tuttavia, la misura della liquidità delle imprese del campione attivista non risulta essere statisticamente distinguibile dal gruppo di controllo.

3.2 RENDIMENTI DEL TITOLO AZIONARIO

Un primo passo per capire se queste iniziative attiviste sono in grado di creare valore è quello di analizzare quali sono i rendimenti del titolo azionario e come esso risponde a questo tipo di iniziative.

3.2.1 RENDIMENTI DI BREVE PERIODO

Brav et al. (2008), nel campione sopra citato trovano significativi rendimenti in eccesso, rispetto all'indice di mercato NYSE/Amex/NASDAQ. Nella finestra temporale (-20,20) intorno al giorno del deposito dello *SCHEDULE 13D* il rendimento medio del campione è del 7,2% (si veda il grafico 2); rendimento che raggiunge il valore di 8,4% se si considera come sub campione solo quelle imprese per cui la data di deposito del modulo presso la SEC coincide effettivamente con l'inizio della campagna attivista. L'inizio della campagna viene identificato con il primo annuncio pubblico, che può essere una lettera indirizzata all'organo direttivo della società, una dichiarazione pubblica del fondo stesso circa la mala gestione della società et cetera. Brav et al. (2008) sottolinea come in questo modo vengano particolarmente escluse quelle iniziative che si prefigurano come quelle più ostili, nelle quali l'inizio dell'offensiva richiede più tempo ed è quindi maggiormente sganciato dal deposito del modulo preso la SEC.



[Grafico 2- Buy and hold abnormal return around the filing of Schedule 13Ds-da Brav et al (2008)]

Il grafico 2 mostra anche l'eccesso dei volumi di scambio dei titoli societari in questione (*abnormal share turnover*), calcolato paragonandolo a quello relativo ad una finestra temporale antecedente l'iniziativa attivista, in particolare nel periodo di tempo (-100,-40). Come si evince dal grafico 2 il picco di transazioni si ha nei giorni immediatamente precedenti al deposito del modulo. Ciò è coerente con il fatto che lo *SCHEDULE 13D* deve essere depositato entro 10 giorni dalla transazione che ha portato al superamento della soglia del 5%.

Simili risultati sono stati trovati da Klein e Zur (2009): il campione relativo agli hedge fund registra un rendimento medio del 7,2% nella finestra temporale (-30,+30), significativamente maggiore rispetto al 1,9%, relativo ad altri tipi di investitori attivisti. Allo stesso modo nel più breve intervallo (-5,+5) Clifford (2008) trova un rendimento medio in eccesso del 3,39%, maggiore rispetto al rendimento azionario delle imprese le cui partecipazioni azionarie sono detenute non a scopo attivista, pari al 1,64%; ancora una volta la differenza è statisticamente significativa.

Nel complesso dunque è dimostrato esista un rendimento in eccesso dei titoli azionari delle imprese target intorno all'annuncio di iniziative attiviste promosse da hedge fund. Rendimento non meramente associato all'attivismo in sé o alla sola partecipazione all'azionariato di un hedge fund, ma legato proprio al porre in essere un'iniziativa attivista da parte di questa particolare istituzione finanziaria. Ma un incremento del prezzo nel breve periodo, ci dà un'indicazione sull'effettivo incremento del valore?

3.2.2 SPIEGAZIONI ALTERNATIVE

Se supponiamo l'efficienza dei mercati, un rialzo del prezzo significa che gli investitori operanti nei mercati valutano positivamente l'intervento degli hedge fund e credono che porterà ad un effettivo incremento del valore dell'impresa target. Tuttavia non è l'unica spiegazione che può sottostare all'aumento del prezzo del titolo societario. Una prima spiegazione può essere che la scalata del titolo derivi dalla mera pressione esercitata dagli acquisti del titolo da parte dello stesso hedge fund attivista o di altri hedge fund. A questo proposito Brav et al sottolineano la possibilità della formazione di accordi denominati "wolf pack" che consistono in accordi informali tra diversi fondi che li portano ad agire di comune accordo e portano quindi ad amplificare le reazioni di mercato. O semplicemente il picco di transazioni può essere dovuto ad apposite soffiare che spingono all'emulazione. Tuttavia quest'ultima spiegazione risulta essere nel complesso riduttiva, alla luce delle evidenze empiriche. Infatti, se così fosse, se cioè lo scopo dei fondi fosse quello di gonfiare i prezzi nel brevissimo periodo, ci si dovrebbe aspettare, dopo il momento iniziale di euforia, un'inversione del trend, e quindi rendimenti

negativi del titolo azionario che riportino il prezzo ad una situazione simile a quella iniziale. Allo stesso modo i manager dei fondi, nell'ipotesi di una sovra reazione temporanea del mercato, non avrebbero interesse a detenere le azioni se non fino a poco dopo il deposito dello SCHEDULE 13D. Sarebbero quindi portati a liquidare la posizione allo scopo di appropriarsi di tutto il guadagno in conto capitale.

3.2.3 RENDIMENTI DI MEDIO-LUNGO PERIODO

Analizzando i rendimenti in un arco di tempo maggiore tuttavia, questa inversione di rotta non si verifica. Klein e Zur (2008), trovano, nell'anno successivo al deposito dello *SCHEDULE 13D*, un rendimento medio del titolo azionario pari al 11,35%. Allo stesso modo il campione di Clifford riporta un rendimento specifico mensile del 1,18%, che annualizzato, raggiunge il 22,32%. Nel primo anno seguente l'investimento degli hedge fund dunque non si trovano tracce empiriche che diano adito all'ipotesi di una miope sovra reazione del mercato.

Lo stesso Brav, insieme a Bebchuck e Jiang (2015) studia i rendimenti delle azioni nei 5 anni successivi alla comunicazione alla SEC, calcolati su un campione simile a quello utilizzato nel proprio studio fin qui analizzato (Brav et al, 2008). I rendimenti in eccesso sono calcolati attraverso l'utilizzo del Capital Asset Pricing Model, nel quale sono rappresentati dal coefficiente alpha, che misura proprio quei rendimenti che non possono essere collegati all'andamento del mercato azionario. I risultati ancora una volta negano l'esistenza di una contro reazione negativa del mercato, che controbilanci la scalata iniziale del titolo. Lo studio rileva infatti rendimenti specifici mensili in media pari allo 0,52% nei tre anni successivi, e pari allo 0,44% nei cinque anni successivi (che corrispondono ad una rendita complessiva rispettivamente del 20,52% in tre anni e del 30,14% in 5 anni).

Inoltre, anche per quanto riguarda la durata dell'investimento, i dati empirici smentiscono l'ipotesi di un approccio meramente speculativo; la durata media dell'investimento nel campione di Brav et al. (2008) è di 369 giorni, ben lontana da una posizione che voglia solo avvantaggiarsi dei rendimenti generati attorno al deposito del modulo presso la SEC. È bene segnalare inoltre che, per necessità, viene utilizzata come data di disinvestimento il momento in cui la partecipazione scende sotto il livello del 5%, potenzialmente sotto stimando quindi la durata dell'operazione, nei casi in cui il disinvestimento non avvenga in una sola occasione.

Quest'ultimo dato ci fa capire come, affinché i fondi siano incentivati a detenere a lungo le proprie quote partecipative, necessariamente deve essere che l'aumento della quotazione del titolo azionario in realtà sottostimi gli effetti benefici dell'intervento attivista nel suo

complesso. Benefici che come abbiamo visto, si dispiegano anche negli anni successivi l'inizio dell'operazione.

Ulteriore prova che il mercato sia in grado di riconoscere il valore che queste iniziative portano alle imprese mirate ci è offerta da un'analisi aggiuntiva sui campioni studiati. Brav et al (2008), analizzano i rendimenti intorno al deposito del modulo alla luce del successivo successo o fallimento della campagna attivista. Il successo è valutato confrontando quanto raggiunto dal fondo con quanto è stato specificato nello *SCHEDULE 13D* come motivazione e scopo che il fondo si prefigge attraverso l'acquisto della partecipazione (ad esempio "cambiare la composizione dell'organo direttivo", "l'impresa dovrebbe procedere al riacquisto delle proprie azioni" o "la società dovrebbe pagare un dividendo" etc.). Si può osservare come vi sia una differenza tra i rendimenti dei fondi che hanno avuto successo e quelli che non lo hanno avuto: ai primi è associato un rendimento medio del 10,7%, ai secondi del 2,6%. Simili risultati sono stati evidenziati anche dallo studio di Klein e Zur (2009), il quale riporta una significativa differenza tra le iniziative di successo, alle quali è associato un rendimento in media del 13,2%, e quelle che non hanno raggiunto il proprio obiettivo, a cui è legato un rendimento del 5,6%.

Possiamo concludere dunque che l'incremento di prezzo che le azioni delle imprese target registrano nell'intervallo di tempo strettamente intorno al deposito delle informazioni presso la SEC non sia un incremento solamente momentaneo e dovuto a una sovra reazione dei mercati. È una reazione invece che riconosce nell'attivismo, e particolarmente in quello implementato dagli hedge fund, una opportunità di creazione di valore, la cui probabilità di successo è incorporata nell'aumento stesso del prezzo. Ma gli effetti positivi non si fermano al momento dell'annuncio: infatti, anche negli anni successivi, questo rendimento continua ad essere positivo, anche dopo la liquidazione da parte del fondo della propria posizione nell'impresa target.

3.3 PERFORMANCE OPERATIVA

Abbiamo finora analizzato la reazione immediata e di più lungo periodo che un'operazione attivista ha sui mercati finanziari, cioè l'andamento del titolo. Per rispondere al quesito fondamentale sulla creazione di valore di queste iniziative, è necessario altresì indagare gli effetti di queste iniziative a livello operativo. Attraverso i sopra citati studi, vorrei focalizzare la mia attenzione sugli effetti dell'attivismo sulla redditività dell'azienda target e sulla sua struttura finanziaria.

Brav et al. (2008) trovano segnali di crescita della redditività nelle imprese target, a seguito dell'iniziativa attivista: il ROA medio del loro campione infatti dopo aver registrato un iniziale calo, torna al livello iniziale al termine dell'anno successivo al deposito dello *SCHEDULE 13D*, per poi crescere nell'anno ancora successivo. Questi dati trovano conferma nello studio di Clifford (2008), che anzi registra un aumento della redditività già nel primo anno successivo al deposito. Il campione di Clifford registra infatti un incremento mediano del ROA del 1,17%, rispetto al campione di imprese, le cui partecipazioni sono detenute senza scopi attivisti. Scomponendo poi questo effetto sul ROA per evidenziarne l'origine, Clifford trova come questo incremento sia dovuto non a miglioramenti nell'EBIDTA, ma ad una variazione negativa delle attività. Variazione negativa confermata dall'analisi di Klein e Zur (2009), che però non evidenzia un significativo aumento del ROA. Ciò che risulta dai dati nel complesso sembra dunque un miglioramento delle performance operative, mediante la liquidazione di asset poco produttivi.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria invece, tutti i tre gli studi fin qui analizzati, hanno evidenziato risultati tra loro coerenti: tutti i campioni registrano in media un incremento di un incremento del payout ratio (dovuto sia alla maggior distribuzione di dividendi, sia da operazioni di buyback) e un aumento del leverage.

Ulteriore dato sul quale va concentrata l'attenzione sono gli investimenti delle società in ricerca e sviluppo: rappresentativi di una lungimiranza del management, in quanto chiave per una crescita dell'impresa nel lungo periodo. Klein e Zur trovano, nel campione da loro analizzato, come questi investimenti non abbiano subito cambiamenti rispetto alla situazione pre-attivismo.

Tutto questo quadro fin qua descritto risulta essere perfettamente coerente con quanto descritto in questo elaborato, facendo riferimento al pensiero di Jensen. Gli indicatori studiati suggeriscono come gli hedge fund attivisti riescano a individuare imprese che soffrono di potenziali problemi di agenzia e a ridurre i costi ad essi legati. In primis mediante la riduzione di free cash flow attraverso l'incremento di debito e payout, e in secondo luogo liquidando asset poco produttivi, frutto forse di un eccessivo sovra dimensionamento coerente con l' "empire building" ipotizzato da Jensen.

3.4 CRITICITÀ

Tutti gli studi fin qui analizzati sembrano quindi rispondere in modo chiaro alla domanda chiave che questo capitolo si presta a rispondere: gli hedge fund creano valore per le imprese da loro

prese di mira: sia nei mercati finanziari, sia al livello di performance operative. Tuttavia, entrando nel merito delle modalità con le quali questi studi sono stati portati avanti, ritengo esistano delle criticità, che nel complesso potrebbero portare a degli errori nelle stime fornite.

In particolare ritengo non sia necessariamente giustificato un rapporto di causalità tra l'intervento dell'hedge fund e i miglioramenti azionari e operativi di cui le imprese target godono. Perché infatti si possa attribuire un rapporto di causalità è necessario che le imprese che sono contenute nel gruppo di interesse (le imprese target degli hedge fund attivisti) siano indistinguibili da quelle contenute nel gruppo di controllo, che sia esso formato da un set di imprese comparabili, un gruppo di imprese soggette a strategie attiviste da altri tipi di istituzioni finanziarie, o imprese le cui quote sono detenute da hedge fund che non abbiano intenzioni attiviste. Se le imprese sono indistinguibili, e l'essere target è dunque una variabile che si può considerare distribuita in modo casuale, allora i coefficienti trovati possono essere interpretati in modo causale e il miglioramento delle performance è correttamente attribuibile agli hedge fund.

Tuttavia, come abbiamo visto, le imprese selezionate come target dagli attivisti, hanno delle caratteristiche peculiari, che le contraddistinguono dal gruppo di controllo, sul livello stesso della performance, intesa sia come operativa che azionaria. Di conseguenza, a originare gli osservati miglioramenti potrebbero essere o le stesse caratteristiche osservate (ad esempio la sottovalutazione di cui i titoli di queste imprese soffrono nell'anno antecedente l'inizio dell'operazione attivista, le diversità nella composizione dell'azionariato) che rendono le imprese target diverse dalle imprese del gruppo di controllo, o potenzialmente anche caratteristiche non osservabili, legate alle prime (ad esempio caratteristiche e capacità dei manager).

Particolarmente problematico a mio avviso è lo studio del rendimento azionario, in quanto il rendimento in eccesso viene calcolato avendo a riferimento il rendimento di indici di mercato. In particolare Brav et al. (2008), come Clifford (2008), specificano l'utilizzo, come riferimento nel loro studio, dell'indice NYSE/AMEX/NASDAQ, che combina questi tre indici del mercato statunitense. In nessuno dei due studi viene però tenuto conto delle differenze rilevate da tutti e tre gli studi circa la sottovalutazione di mercato che queste imprese affrontano nel periodo antecedente l'inizio dell'operazione attivista. Sottovalutazione che abbiamo visto essere maggiore rispetto ai citati gruppi di controllo e set di imprese comparabili. Il fatto stesso che in media le imprese target siano sottovalutate dal mercato infatti, rispetto al gruppo di controllo, può spiegare il fatto che il titolo societario benefici di un aumento del prezzo, dovuto cioè al semplice fatto che i prezzi ritornino ad un valore coerente coi fondamentali; tuttavia questo

risultato non è estendibile alle imprese non sottovalutate, sulle quali l'impatto dell'ingresso dell'hedge fund sarebbe tendenzialmente inferiore. In questo caso quindi i risultati trovati potrebbero sovrastimare l'effetto che gli hedge fund hanno sulla generica impresa target o in alternativa l'effetto trovato potrebbe essere reinterpretato in modo più circoscritto come impatto degli hedge fund sulle imprese sottovalutate. Diverso è invece il discorso riguardante lo studio di Klein e Zur (2008), nel quale non si rinvengono differenze significative tra il gruppo di interesse e il gruppo di controllo circa la sottovalutazione del mercato. In questo caso dunque la sottovalutazione non crea distorsioni nei coefficienti, e la differenza positiva nei rendimenti è più facilmente attribuibile all'azione degli hedge fund. Permane tuttavia il rischio, sebbene con impatto probabilmente minore, che sussistano delle caratteristiche, legate alla differenze relative alla performance e alla struttura finanziaria, in grado di alterare i risultati.

Simili problematiche si riscontrano nella analisi delle performance operative. Nello studio di Brav et al. (2008), le variazioni delle variabili di interesse vengono individuate innanzitutto con riferimento ad un set di imprese che vengono associate in relazione alla loro grandezza, alla loro valutazione di mercato (market-to-book value) e all'industria di appartenenza. Il problema della selezione iniziale viene ovviato mediante il calcolo delle differenze, nelle variabili di interesse, tra il valore a un anno dal deposito dello *SCHEDULE 13D* e quello relativo all'anno precedente (utilizzando dunque un metodo difference-in-difference). Tuttavia permane il problema che, se le variabili attraverso le quali viene effettuato il matching (grandezza, valutazione di mercato e industria di appartenenza) non sono le uniche a determinare una differenza tra il gruppo di interesse (le imprese target) e il set di comparabili, questo può condurre ad una distorsione nei coefficienti stimati. Similmente accade negli studi di Klein e Zur (2009) e Clifford (), dove le differenze iniziali tra i due gruppi analizzati sono molteplici, e riguardano sia la performance sia la struttura finanziaria.

Va osservato tuttavia che, poiché gli hedge fund selezionano le imprese target in relazione alla loro performance, sia operative che azionarie, risulta essere difficile strutturare uno studio che riesca ad estrarre completamente da questa selezione iniziale. Una possibile soluzione a questo tipo di problemi potrebbe essere l'utilizzo di variabili strumentali. Tuttavia, risulta essere complicato determinare una variabile strumentale, che permetta di stimare il corretto effetto degli hedge fund sulle imprese target. Ciò implicherebbe infatti la necessità di trovare una variabile che, per essere considerata valida, debba essere sia rilevante, sia esogena. Questi due attributi richiedono di trovare una variabile che abbia un effetto sulla variabile dipendente (l'essere target dell'attivismo) e che non sia correlata a nessun altro elemento o variabile non osservata. Tuttavia, risulta difficile pensare l'esistenza di una variabile che influisca nel

processo che porta gli hedge fund a selezionare le imprese target e che non sia in nessun modo correlata con le variabili di interesse riguardo la performance.

CAPITOLO 4. CASE STUDIES

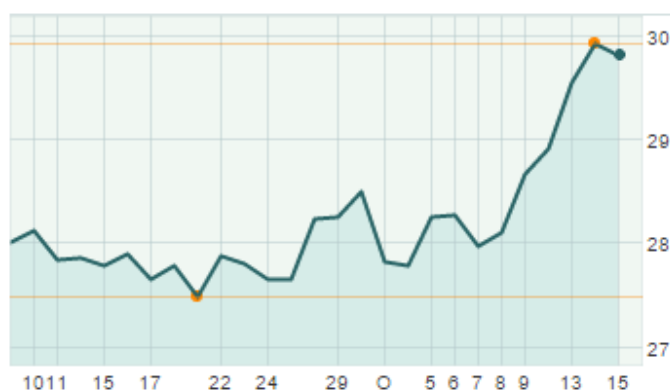
L'obiettivo di questo capitolo è quello di analizzare alcuni casi di attivismo, promossi da hedge fund, per capire in concreto come si sviluppino le loro azioni. Mi interessa in particolar modo sottolineare come questi fondi riescano a creare valore per le società target e allo stesso tempo evidenziare ulteriori problematiche che possono insorgere. Ai fini della mia analisi ho deciso di analizzare i casi di attivismo che riguardano due società, Intuit Inc. e J.C. Penney.

4.1 INTUIT INC.

La prima operazione sulla quale vorrei focalizzare la mia attenzione è la campagna attivista promossa da Relational Investors, un fondo con sede a San Diego, nei confronti di Intuit Inc, società impegnata nell'assistenza a piccole e medie imprese, attraverso dei software da lei rilasciati. Questa operazione ai miei occhi rappresenta il perfetto esempio di successo di operazione attivista così come viene descritta in questo elaborato.

Una prima quota partecipativa del 4,2% viene acquisita dal fondo nel mese di settembre del 2009¹⁰, appena sotto il limite del 5% che richiede la comunicazione alla SEC. Il 9 settembre iniziano le comunicazioni tra il fondo e la società target, attraverso una lettera nella quale i fund manager di Relational Investors, David Batchelder e Ralph Withworth, chiedono la nomina di tre soggetti legati al fondo nell'organo direttivo della società¹¹. Presto viene raggiunto un accordo, con il quale la società target acconsente alla nomina del manager di Relational Investors, David Batchelder, come nuovo consigliere d'amministrazione.

L'andamento del titolo azionario presenta un rialzo, il cui picco sfiora i 30 dollari per azione, nei giorni successivi la nomina di Batchelder nel board of directors (si veda grafico 3). Rispetto all'inizio del mese di ottobre il valore del titolo è cresciuto di quasi l'8%.



¹⁰ Ross, S., 2016. *Intuit: An activist investment analysis*. Disponibile su www.investopedia.com

¹¹ Ibidem

[**Grafico 3-** Andamento del titolo azionario di Intuit Inc., 09/09/2009-15/10/2009, tratto da www.marketwatch.com]

Batchelder quindi ottiene la posizione nel board of directors di Intuit Inc. in modo “pacifico”, senza la necessità cioè di innescare battaglie per il controllo e in generale evitando ogni tipo di ostilità. Da questa nuova posizione, riesce a fare pressione per la messa in atto di una serie di misure, mirate ad accrescere le performance operative ed azionarie della società. In particolare, nel 2011, viene pagato il primo dividendo della storia di Intuit Inc., avviando un programma di distribuzione di dividendi che si rivelerà essere duraturo nel tempo, proseguendo fino ad oggi¹². La società viene inoltre separata, rendendo la divisione immobiliare, acquistata da Intuit Inc. nel 2002¹³, una realtà a sé stante. Allo stesso tempo, sotto la guida di Relation Investors vengono acquisite due società tecnologiche.

A seguito di un ribasso considerevole del titolo azionario, poco tempo dopo, a settembre 2011, gran parte della quota del fondo Relational Investors viene liquidata; il fondo tuttavia rimane nell’azionariato della società con una quota circa pari al 2%¹⁴. A ottobre 2011 inoltre Batchelder rinuncia alla rielezione nel consiglio di amministrazione per l’anno successivo, ed esce quindi dal board di Intuit Inc. a partire dal 2012¹⁵.

Analizzando i dati relativi alla performance degli anni 2009-2012 possiamo vedere come i cambi strategici (vendite ed acquisizioni) voluti dal fondo abbiano avuto ottimi risultati. Un primo segnale è la crescita dei volumi di vendita, pari al 35%¹⁶ in tre anni (si veda grafico 4); anche gli utili della società sono cresciuti: il loro ammontare nell’arco dei tre anni è aumentato del 77% (si veda grafico 5).

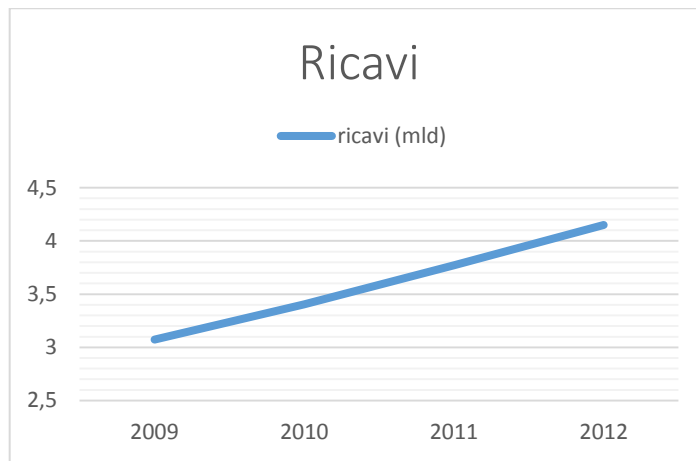
¹² <http://investors.intuit.com/stock-information/dividend-history>

¹³ Intuit: an activist investment analysis, www.investopedia.com (27 Febbraio 2016)

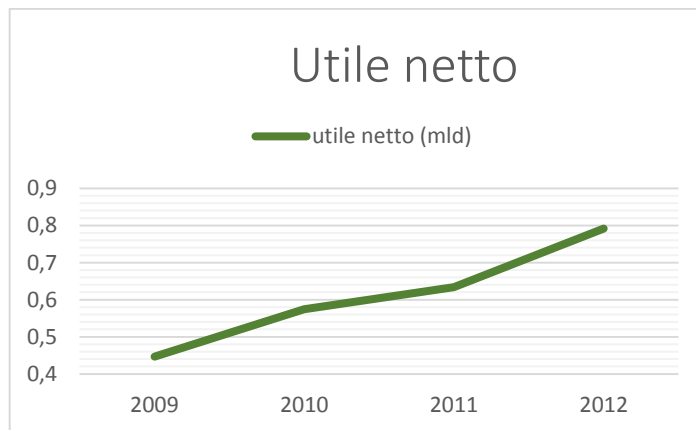
¹⁴ Ibidem

¹⁵ <http://investors.intuit.com/financial-information/proxy-statements/>

¹⁶ I dati relativi alle performance fanno riferimento ai “Form 10k” relativi agli anni 2009-2012, disponibili sul sito <http://investors.intuit.com>



[**Grafico 4-** Andamento dei ricavi di Intuit Inc.,2009-2012-dati da <http://investors.intuit.com>]



[**Grafico 5-** Andamento dell'utile netto di Intuit Inc.,2009-2012-dati da <http://investors.intuit.com>]

Decisamente positiva anche la dinamica del titolo societario (si veda grafico 6). Da gennaio 2010 a dicembre 2012, il titolo ha mantenuto, salvo il citato calo a settembre 2011, un trend positivo, con rendimenti sempre maggiori rispetto agli indici di mercato (nel grafico 6 si può vedere la relazione tra il rendimento del titolo di Intuit Inc. e l'indice di mercato "S&P 500").



[**Grafico 6**- Andamento del titolo di Intuit (colore blu) e dell'indice S&P500 (rosso), 01/01/2010-31/12/2012, tratto da www.marketwatch.com]

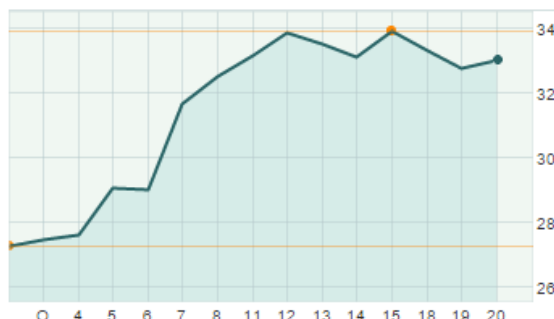
È bene sottolineare inoltre, che fino ad oggi il titolo non ha subito un significativo calo, testimoniando quindi come la crescita di valore nel periodo di intervento del fondo attivista non sia stata provvisoria e destinata a sgonfiarsi. A luglio 2016 infatti, la quotazione del titolo è tre volte maggiore rispetto alla quotazione di settembre 2009, quando il fondo Relational Investors è entrato per la prima volta nell'azionariato di Intuit Inc.

Questa operazione vede quindi come vincitori tutte le parti coinvolte, rivelandosi un assoluto successo. Ritengo che questo caso sia un ottimo esempio di come l'attivismo degli hedge fund possa creare valore per le imprese target, ponendo rimedio alla sottovalutazione di mercato dei titoli azionari della società e allo tempo stesso apportando cambiamenti nella strategia operativa che risultino in un miglioramento delle performance. Il caso studiato inoltre è un perfetto esempio di quello che abbiamo definito nei capitoli precedenti come "attivismo 2.0", un nuovo modo cioè di interferire nel governo delle società, lontano dalle battaglie ostili che hanno caratterizzato l'attivismo dei corporate raiders.

4.2 J.C. PENNEY

Il secondo caso che mi interessa descrivere è invece l'iniziativa attivista, promossa dal fondo "Pershing square Capital Management LP", guidato da William Ackman nei confronti di J.C. Penney, impresa americana impegnata nel retailing di prodotti casalinghi. Il fondo, guidato da Ackman si è reso protagonista di numerose iniziative di questo tipo, rivolte anche a celebri imprese statunitensi, tra cui la controversa campagna contro la società Herbalife.

L'operazione riguardante J.C. Penney, prende vita nei primi giorni di ottobre del 2010, quando Ackman annuncia l'acquisizione di una quota pari al 16,5%, che lo rende di fatto il maggiore azionista della società. Il prezzo dell'azione, solo nel mese di ottobre, attorno all'annuncio di Ackman, registra una scalata di quasi il 25% (si veda grafico 7).



[**Grafico 7**- Andamento del titolo azionario di J.C Penney, 01/10/2010-15/10/2010, tratto da www.marketwatch.com]

Solo quattro mesi dopo l'amministratore delegato di Penney, Myron Ullman, annuncia la nomina di Ackman nell'organo direttivo. Ullman, indebolito dalla situazione stessa dell'impresa da lui guidata, le cui performance erano stagnanti, inserisce la nomina del finanziere in un processo di cambiamento che la società doveva necessariamente affrontare annunciando pubblicamente il "facilmente comprensibile valore che comporta avere Ackman all'interno del board"¹⁷. Sfruttando questa sua nuova posizione, Ackman esercita pressione affinché Ullman venga rimosso dal timone della società, per esser rimpiazzato da un soggetto a lui fedele, che meglio possa agire da protagonista in questo processo di cambiamento. Così qualche mese dopo, a Giugno del 2011, J.C. Penney nomina un nuovo CEO: Ron Johnson, proveniente da Apple.

Le premesse dunque sono buone: a capo della società è stata posizionata una persona dotata delle necessarie capacità e di una notevole esperienza nel mondo del retail, che può aiutare J.C. Penney a risollevarsi dal periodo di stagnazione. Ackman e Johnson lavorano ad un business plan, che presenteranno poi alla società, che punta a mettere in luce tutte le problematiche, principalmente legate al volume eccessivo di costi, e a sviluppare un nuovo modello di business che prevede un ripensamento completo dei punti vendita, sui quali si basa l'intero business della

¹⁷Riportato da <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-01-24/jc-penney-agrees-to-appoint-william-ackman-steven-roth-to-company-s-board>

società. In particolare la nuova visione di business prevede un passaggio dai department store a punti vendita più piccoli e sofisticati, e l'eliminazione dei tipici coupon e buoni sconto che la catena distribuiva. I rendimenti azionari segnalano una fiducia da parte dei mercati in questo nuovo piano d'azione. Il titolo infatti, come rappresentato nel grafico 4, sfiora, all'inizio del 2012, i 43 dollari per azione che rispetto alla quotazione iniziale di \$25, rappresentano un incremento del valore del titolo pari al 72%.



[**Grafico 7-** Andamento del titolo azionario di J.C Penney, Maggio 2011-Febbraio 2012, tratto da www.marketwatch.com]

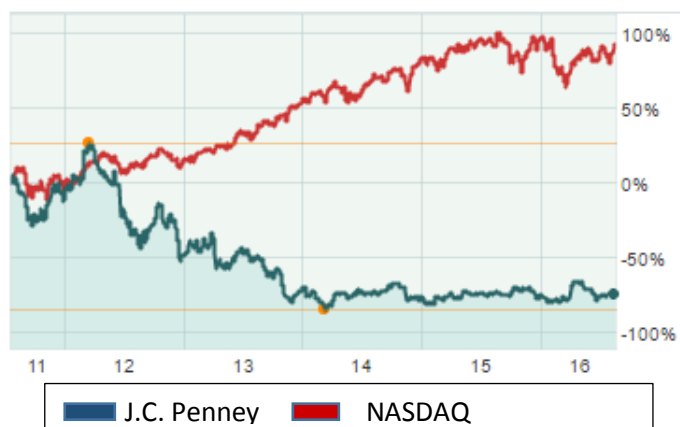
Tuttavia, nei mesi seguenti, la strategia pensata da Johnson non si rivela vincente. In particolare viene criticata la manovra troppo brusca, che di fatto ha eliminato “la vecchia ragione” per cui i consumatori sceglievano J.C Penney, ovvero i coupon, senza però provvedere a “crearne una nuova”¹⁸. Le performance operative della società crollano, riportando notevoli perdite già dal primo trimestre del 2012 (55 milioni di dollari), e chiudendo il bilancio con una perdita di 766 milioni di dollari e ricavi di 12,99 miliardi, in calo del 24,8% rispetto al 2011¹⁹. Nel mese di Aprile del 2013, J.C Penney licenzia Johnson e richiama alle redini della società il precedente CEO, Ullman. Allo strappo nei confronti di Ackman, quest’ultimo risponde con una lettera, ad agosto 2013, resa pubblica, dove chiede che Johnson venga ripristinato nella posizione di amministratore delegato. Tuttavia la società decide di non sottostare alle richieste di Ackman, attaccandolo e definendo le sue azioni “distruttive e contro produttive”²⁰. Qualche giorno dopo, il 12 Agosto 2013, Ackman si dimette dal board e liquida completamente la sua posizione vendendo le proprie azioni ad un prezzo di 12,90 dollari cadauna: quasi la metà del prezzo a

¹⁸ Virginia Postrel su www.bloomberg.com, 10/04/2013

¹⁹ I dati relativi alle performance fanno riferimento al “Form 10k” relativo all’anno 2012, disponibile sul sito www.jcpenney.com

²⁰ The activism of Carl Ihcman and Bill Ackman, Matteo Tonello, 2014

cui le aveva inizialmente acquisite. Il grafico 8 riporta l'andamento del titolo da ottobre 2010 a luglio 2016 (colore blu), confrontato con l'indice NASDAQ (colore rosso). Si può vedere come la società abbia perso gran parte del proprio valore e come questa perdita non sia correlata all'andamento del mercato ma alla vicenda della società stessa. Si può inoltre notare come, dopo il disinvestimento di Ackman, il titolo abbia subito un ulteriore declino, seguito poi da una situazione sostanzialmente piatta, con la ripresa della gestione di Ullman.



[**Grafico 8-** Andamento del titolo azionario di J.C Penney e indice NASDAQ , 01/10/2010-16/07/2016 tratto da www.marketwatch.com]

Nel complesso, non si può negare come questa operazione sia stata un fallimento da tutti i punti di vista: il titolo della società è crollato e a distanza di tre anni non ha ancora avuto una ripresa, così come le performance operative sono peggiorate. Ritengo comunque che questo caso stimoli delle riflessioni, alla luce di quanto esposto finora in questo elaborato.

Da un lato infatti, la durata dell'operazione è piuttosto elevata (quasi tre anni) e l'impegno del fondo non si è esaurito in tattiche mirate a far esplodere il prezzo del titolo societario nel breve periodo, o a staccare grossi dividendi per arricchire le proprie tasche, ma anzi si è sostanziato in una serie di modifiche strategiche con lo scopo di migliorare le performance stagnanti dell'impresa e creare valore per la stessa. È inoltre da sottolineare come ancora una volta non si siano raggiunti elevati livelli di ostilità nelle trattative, non essendo arrivati ad una formale *proxy fight*.

Tuttavia dall'altro lato ritengo che ci sia stato un problema, per alcuni versi riconducibile al citato rischio di "mistargeting". Il fondo infatti, attraverso l'introduzione di drastici

cambiamenti nella strategia aziendale che poi si sono rivelati sbagliati, forse ha sottovalutato quella che era la visione di business precedente, non comprendendone a pieno gli aspetti vincenti. Un'altra ragione che può aver portato al fallimento di questa strategia è la velocità con cui questi cambiamenti sono stati perpetrati. Questa fretta è probabilmente causata proprio dalla forte pressione ai risultati che caratterizza il sistema di incentivi degli hedge fund.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Introducendo il mio elaborato ho messo in rilievo la domanda chiave a cui attraverso l'elaborato stesso intendevo dare una risposta: gli hedge fund creano valore per le imprese target delle loro iniziative attiviste?

A questa domanda gli studi empirici qui analizzati sembrano dare una risposta chiara ed affermativa. Infatti tutti e tre gli studi analizzati in questo scritto mettono in evidenza come gli hedge fund, in media, creino valore per le imprese target, sia mediante un incremento, sostenibile, del prezzo del titolo societario, sia attraverso un miglioramento delle performance operative dell'impresa. In particolar modo significativo è l'incremento dei free cash flow, che rendono l'impresa capace di trovare una soluzione ai problemi di agenzia, legati alla separazione tra proprietà e controllo.

Tuttavia alla luce di un'analisi critica sulle modalità attraverso cui sono stati condotti gli studi, emerge come in generale ci siano problemi con variabili non osservate legate al processo di selezione delle imprese target, che possono portare ad una distorsione dei coefficienti stimati. Tuttavia la natura del fenomeno stesso impedisce di mettere in piedi un'analisi che sia completamente esogena poiché le performance dell'impresa target sono sia le variabili indipendenti sia il criterio di selezione delle imprese stesse. Nel complesso ritengo tuttavia che le possibili distorsioni non siano sufficientemente grandi da provocare un'inversione del segno dei coefficienti stimati, ma piuttosto determinino una sovrastima dell'effettivo effetto degli hedge fund, che resta comunque positivo.

Si può concludere quindi che questo nuovo approccio all'attivismo, sebbene comporti degli importanti rischi per le imprese target, sia nel complesso un fenomeno che ha portato a creazione di ricchezza e dunque positivo, specialmente per quelle imprese con una proprietà fortemente diffusa che più risentono di un atteggiamento eccessivamente passivo degli investitori.

BIBLIOGRAFIA

ANON., 2015. *Capitalism unlikely heroes*. The Economist (7 febbraio). Disponibile su <www.economist.com>

ANON., 2014. *How activist shareholders turned from villains into heroes*. The Economist (17 Febbraio). Disponibile su <www.economist.com>

ANON., 2015. *An investor calls*. The Economist (7 febbraio). Disponibile su <www.economist.com>

BEBCHUCK, L., BRAV A. e JIANG, W., 2015. *The long-term effects of hedge fund activism*. Columbia Law Review, 115, 1085-1156.

BERNARDINI, G., 2010. *Appunti sugli hedge fund*. Disponibile su: <www.unicatt.it>.

BRAV, A., et al., 2008. *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*. The Journal of Finance, 63, 1729-1775.

BRAV, A., JIANG, W. e KIM, H., 2009. *Hedge fund activism: a review*. Foundations and Trends in Finance, 3, 185-246

CLIFFORD, C., 2008. *Value creation or destruction? Hedge fund as shareholder activism*. Disponibile su: <www.ssrn.com>

COSSIN, D. e CABALLERO, J., 2013. *Shareholder activism*. Disponibile su <www.imd.org>

CROCI, E., 2011. *Shareholder activism*. Milano: FrancoAngeli.

GOSHEN, Z. e SQUIRE, R., 2015. *Hedge fund activism: principal costs, agency costs, and governance structures*. Disponibile su: <www.ssrn.com>

JENSEN, M., 1986. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. American Economic Review, 76 (2), 323-329

KATELOUZOU, D., 2013. *Myths and realities of hedge fund activism: some empirical evidence*. Disponibile su: www.ssrn.com

KLEIN, A. e ZUR, E., 2009. *Entrepreneurial shareholder activism: hedge fund and other private investor*. The Journal of Finance, 64, 187-229.

LHABITANT, F., 2006. *Handbook of hedge fund*. Chichester: Wiley.

PIA, P., 2002. *Hedge funds: fondi di copertura o fondi speculativi?*. Torino: Giappichelli

POSTREL, V., 2013. *JC Penney's Johnson forgot the first rule of retail*. Disponibile su
<www.bloomberg.com>

ROSS, S., 2016. *Intuit: an activist investment analysis (INTU)*. Disponibile su
<www.investopedia.com>

TODESCHINI, F., 2015. *Slide del corso Econometrics II*. Universitat Pompeu Fabra, Barcellona.

TONELLO, M., 2014. *The activism of Carl Ichan and Bill Ackman*. Disponibile su
<corp.gov.harvard.edu>

TOWNSEND, M. e COLEMAN-LOCHER, L., 2011. *J.C. Penney puts Ackman on board; plans store closings*. Disponibile su <www.bloomberg.com>

SITOGRAFIA:

<www.jcpenney.com>

<intuit.investors.com>

<www.eurekahedge.com>

<www.barclayhedge.com>