

# Hedge Fund Activism: Determinants and Effects on the Italian Market

## *Abstract*

*Oggetto del presente lavoro è valutare il ruolo dei fondi hedge attivisti nella creazione di shareholder value nell'ambito delle società quotate italiane, nel periodo 2000-2010; considerando come variabile dipendente il rapporto price to book value, abbiamo stimato sia un modello OLS che un modello con effetti fissi di impresa. I risultati del nostro lavoro mostrano chiaramente come i fondi attivisti rivestano un ruolo molto significativo nel processo di creazione di valore. Tale risultanza rimane altresì confermata se scindiamo il campione in due sotto-gruppi, riguardanti rispettivamente il periodo pre-crisi e quello di crisi effettiva. Il contributo offerto dai fondi attivisti sul mercato finanziario italiano non si esprime nel miglioramento di margini e indicatori economici, così come avviene in Paesi finanziariamente più evoluti, ma attraverso un attivismo atto a orientare la società dal punto di vista strategico e aumentare il livello di disclosure, riducendo i "costi di agenzia".*

## **Keywords:**

Activism, Hedge Funds, Shareholder Value, Financial Intermediary, Institutional Investors, Mutual Fund.

## **Article Classification:**

Jel Code: G23 Other Private Financial Institutions; Financial Instruments; Institutional Investors.

## **1. Premessa**

Il ruolo e il comportamento degli hedge fund negli ultimi anni sono da annoverare tra i più complessi e dibattuti in ambito governativo, accademico e professionale. In tale comparto, poi, il sotto-settore dei fondi *event driven* (o fondi attivisti), considerata la rilevanza rivestita dagli stessi sull'economia reale, ricopre un ruolo molto critico e controverso.

L'attivismo degli hedge fund consiste nella possibilità che tali tipologie di fondi condizionino le scelte operative e strategiche della gestione di una azienda dagli stessi partecipata al fine di incrementarne il livello di efficienza operativa e addivenire a un incremento di valore per gli azionisti. Conosciuti da almeno un trentennio sui mercati anglosassoni, tali operatori hanno solo di recente interessato l'economia e la finanza italiana.

Le scelte “imposte” dai fondi all’esecutivo aziendale riguardano solitamente la valutazione di operazioni di m&a o di asset stripping, i possibili incrementi di efficienza nella gestione del free cash flow, gli eventuali miglioramenti negli assetti di governance, i necessari cambiamenti nel business plan aziendale alla luce dei nuovi scenari e parametri competitivi.

Le società che hanno maggiori probabilità di diventare il target di un hedge fund attivista sono individuate dalla letteratura tra quelle che: 1) producono molta cassa o riescono a conseguirla attraverso l’implementazione di semplici operazioni straordinarie che mirano a ridurre la diversificazione in *asset non core*; 2) sono caratterizzate da un rapporto tra *book* e *market value* significativamente inferiore rispetto al dato medio settoriale; 3) esprimono una buona redditività; 4) si caratterizzano per la presenza di investitori istituzionali nella compagine azionaria.

La riduzione della diversificazione tende a produrre i benefici del *fit* e del *focus* (Piluso, 2001) che producono un incremento del prezzo delle azioni connesso, oltre che a un evidente recupero dell’efficienze tecnico-operativa aziendale, anche alla produzione di cassa che, impiegata nell’aumento dei dividendi o in operazioni di *buy back*, provocano a loro volta un aumento dei corsi azionari.

La presenza e il ruolo così delicato rivestito dai fondi attivisti sulla scena economica internazionale sono da ascrivere senza dubbio al classico problema dei “costi di agenzia” e dei connessi comportamenti di *free riding* da parte degli azionisti di minoranza di public companies quotate.

In effetti, in base alla nota *Teoria dei costi di agenzia*, i managers delle public companies, in mancanza di incentivi adeguati, sono portati a perseguire benefici privati in luogo della massimizzazione dello shareholder value. Grossmann e Hart (1980) dimostrano che gli azionisti di minoranza delle grandi imprese hanno pochi incentivi ad effettuare un attento monitoraggio sui managers in virtù degli alti costi da sostenere e in considerazione del fatto che gli eventuali miglioramenti derivanti dal controllo sui managers verrebbero condivisi con gli altri investitori “passivi”. Shleifer e Vishny (1986), Cronqvist e Fahlenbrach (2009) osservano che l’investitore di minoranza ha un problema di *free riding* che può tuttavia essere mitigato dalla presenza di un

grande blockholder che, sebbene sopporti i relativi costi di monitoraggio, risulta comunque incentivato a intraprendere tale attività in considerazione della propria dimensione che ne giustifica i vantaggi. Occorre inoltre considerare che i fondi comuni tradizionali hanno notoriamente scelto di impegnarsi in un attivismo di tipo “privato”, attraverso l’implementazione di negoziati avviati direttamente con il management della società target, piuttosto che mediante l’invio di comunicazioni di disapprovazione alla SEC o, ancora, attraverso il lancio di comunicati stampa (Kahan e Rock, 2007) miranti a rendere pubbliche le proprie critiche riguardo allo stile di gestione sulle proprie partecipate.

Dall’altro lato, Karpoff (2001) e Romano (2001) concludono che l’attivismo degli investitori istituzionali non hedge mostra un impatto non significativo sulle performance della società. Karpoff et al. (1996), Wahal (1996) e Gillan e Starks (2000) asseriscono che tali operatori hanno storicamente avanzato poche proposte per migliorare l’operatività delle imprese. Nelle poche occasioni in cui hanno provato a rimuovere il management, gli stessi hanno generalmente incontrato diverse resistenze o hanno dovuto affrontare costi elevati (Black, 1990; Roe, 1994; Bainbridge, 2005; Kahan e Rock, 2007) senza ottenere in molti casi alcun risultato (Black, 1998; Karpoff, 2001; Romano, 2001; Bebchuk 2005). Molte volte, poi, gli investitori istituzionali hanno significativi conflitti d’interesse che fungono da attrito all’attività di promozione dei cambiamenti aziendali poiché tali fondi ritengono il management delle società partecipate un potenziale cliente (Davis e Kim, 2005) rispetto alla propria attività di fund raising.

In contrasto con i risultati ottenuti sui tradizionali blockholder istituzionali, ricerche recenti – condotte quasi esclusivamente sul mercato anglosassone - suggeriscono che gli hedge funds riescono meglio nel compito arduo di controllare il management. Gli hedge fund attivisti, nello specifico, differiscono dalle istituzioni tradizionali in quanto sono caratterizzate da un portafoglio più concentrato, minori capitali da gestire e minori restrizioni normative. In merito a quest’ultimo punto, in effetti, basti considerare che la normativa italiana in materia di risparmio gestito (cfr. Decreto del Ministero del Tesoro n. 228/99 e Regolamento della Banca d’Italia del 20 Settembre

1999) classifica i fondi di investimento in *armonizzati*, *riservati* e *speculativi* in relazione ai vincoli e ai divieti cui sono sottoposti<sup>1</sup>. Sulla medesima linea si posizionano Kahan e Rock (2007), i quali sostengono che la combinazione di maggiori incentivi, abbinata a minori vincoli, renda l'attivismo meno costoso e con più probabilità di successo.

In effetti, a differenza dei tradizionali investitori istituzionali, i manager degli hedge fund hanno incentivi finanziari molto forti che li spinge ad aumentare il valore del portafoglio delle proprie imprese, ad impegnarsi da subito nelle scelte gestionali delle società target per conto dei propri azionisti e a seguire direttamente i propri interessi finanziari, esercitando indirettamente una funzione di controllo. Tali incentivi sono individuati nel fatto che i gestori di fondi hedge investano molta parte della propria ricchezza personale nei fondi da essi stessi gestiti. In aggiunta a ciò, si rileva come il sistema di commissioni a beneficio dei gestori preveda, accanto alla management fee annuale, un livello di performance fee, calcolato sull'*excess return*<sup>2</sup>, normalmente pari al 20%.

Da sottolineare, ancora, come l'attivismo degli hedge fund vada oltre il miglioramento delle prestazioni e dei corsi azionari nelle aziende target, poiché la sola presenza di detti operatori e/o la minaccia di un loro possibile intervento esercitano una forte pressione sulla gestione delle imprese quotate che vengono indotte a perseguire, come priorità, la massimizzazione dello *shareholder value* (Manne, 1965).

Una rassegna completa della letteratura sul tema dei fondi attivisti (di seguito esposta) mostra, in modo evidente, come il comportamento di tale tipologia di fondi sia stato testato prevalentemente sui mercati anglosassoni, ovvero su quei mercati caratterizzati dalla struttura tipica della *public company* e da un sistema collaudato di *market for corporate control*.

I risultati raggiunti, perciò, se da un lato confermano la bontà del modello espresso dai fondi attivisti su mercati finanziariamente evoluti, allo stesso tempo necessitano di ulteriori verifiche su

---

<sup>1</sup> I fondi armonizzati devono sottostare ai divieti generali e alle norme prudenziali; i fondi riservati possono derogare nel loro regolamento alle regole prudenziali, ma non ai divieti generali. I fondi speculativi possono invece derogare tanto ai divieti generali quanto alle norme prudenziali.

<sup>2</sup> Normalmente si individua un tasso soglia (*hurdle rate*) oltre il quale si computa la performance fee.

scenari strutturalmente diversi, laddove si è in presenza di un basso livello di “pressione” esercitata dal mercato sul management e/o di una struttura proprietaria a elevato tasso di concentrazione.

Obiettivo del presente paper, pertanto, è quello di valutare la capacità dei fondi attivisti nel creare valore sulle società quotate italiane, società che notoriamente operano in un sistema finanziario caratterizzato da forti differenze strutturali sia rispetto al *market for corporate control* che rispetto al sistema di mercato (cosiddetto) *renano-giapponese*<sup>3</sup>.

La specificità di tale ricerca deriva dal fatto che, a differenza del mercato anglosassone, cui – come già asserito - le precedenti ricerche sono state ampiamente condotte, il mercato italiano risulta strutturalmente caratterizzato dalla presenza di un’economia industriale di tipo familiare (o comunque tipizzata dalla presenza di soggetti che dispongono di quote significative di capitale nelle società quotate) connessa all’utilizzo (tipico) di scatole cinesi e patti di sindacato. Se, negli Usa, la maggior parte delle analisi è stata condotta in considerazione della previsione di possibili take over sulle società acquisite, tale approccio concettuale trova evidentemente un netto limite nel contesto italiano.

Tutto ciò premesso, la presente analisi si focalizza dunque sulla capacità dei fondi attivisti di creare valore attraverso il miglioramento del rapporto *price to book value* (Ptvb) delle aziende dagli stessi partecipate; tale studio è condotto attraverso la previsione di ulteriori variabili di controllo, quali dividendi, ebitda, roe, debito netto (Klein, Zur, 2009) o capitalizzazione di Borsa (Klein, Zur, 2009; Brav, Jiang, Partnoy e Thomas, 2008).

In secondo luogo, sottoponiamo a ulteriore verifica i risultati sulla base della presenza o meno di patti di sindacato nella governance delle imprese analizzate. I patti di sindacato rappresentano, nel nostro schema metodologico, una proxy del livello di concentrazione azionaria del campione sottoposto a verifica.

In terzo luogo, possiamo verificare se i risultati raggiunti vengono confermati scindendo il campione tra il periodo pre-crisi (2000-2007) e quello di crisi effettiva (2008-2010).

---

<sup>3</sup> Cfr. Piluso, 2001

In quarto luogo, vogliamo verificare se esiste una relazione statisticamente significativa tra l'incremento di valore delle società partecipate e l'incremento della quota detenuta dal fondo nella società.

In quinto luogo, si analizza il comportamento del mercato dinanzi all'annuncio dell'ingresso di un fondo attivista nel capitale di una società quotata nei sette giorni immediatamente successivi (ipotesi di *abnormal returns*).

Allo scopo di investigare questi aspetti abbiamo utilizzato i dati forniti dalle rilevazioni periodiche della Consob e dal database Datastream ed abbiamo effettuato una stima utilizzando il modello OLS e il modello a effetti fissi di impresa.

I risultati cui siamo giunti sono i seguenti:

- 1) la presenza di un fondo hedge attivista influenza in modo evidente il rapporto Ptbv, con un livello di significatività all'1% e un coefficiente di correlazione molto marcato;
- 2) la presenza di patti di sindacato influenza il corso dei titoli azionari con un livello di correlazione negativo e un livello di significatività al 5%;
- 3) la presenza del fondo risulta significativa e positiva sia nel periodo pre-crisi (2000 – 2007) che durante il periodo di crisi (2008 – 2010);
- 4) il mercato non riconosce un premio a quelle società nel cui azionariato si riscontra un incremento della quota detenuta dal fondo;
- 5) il mercato non risulta affetto da “effetto annuncio” nei giorni immediatamente successivi all'acquisto della partecipazione da parte del fondo.

Il lavoro è organizzato nel modo seguente: nel secondo paragrafo viene presentata una breve, ma esaustiva, rassegna sulla principale letteratura in materia di fondi attivisti; nel terzo paragrafo vengono evidenziati gli obiettivi del lavoro e la metodologia utilizzata; nel quarto si commentano i risultati ottenuti; nel quinto si mettono in luce le conclusioni e i limiti della ricerca.

## 2. La letteratura sul tema

La letteratura prevalente in materia di hedge fund pone un'ampia attenzione sul comparto degli attivisti. In particolare, molti contributi accademici si sono concentrati sui rendimenti conseguiti nel medio-lungo termine, sul mercato americano, dalle società partecipate da tale tipologia di investitori, in possesso di diritto di voto superiore al 5%<sup>4</sup> (Franks, Becht, Mayer e Rossi, 2008; Greenwood e Schor, 2009; Klein e Zur, 2009; Bethel et al., 1998; Becht et al., 2006; Brav, Jiang, Partnoy e Thomas, 2008; Boyson e Mooradian, 2007; Clifford, 2008); altri studi hanno poi riguardato gli eventuali *abnormal returns* fatti segnare dai titoli delle società target all'annuncio dell'ingresso nel capitale di un fondo attivista (Brav, Jiang, Partnoy e Thomas, 2007; Klein e Zur, 2006; Brav, Geczy e Gompers, 2000).

Molti contributi accademici hanno motivato la creazione di valore in capo alle società target con il fatto che detti fondi attivisti risultano abili nello scegliere titoli sottovalutati (e pertanto a forte probabilità di take over) o pronti ad investire in imprese scarsamente efficienti (Bethel et al., 1998). In tal caso, una lunga tradizione di ricerche nell'ambito della corporate finance mostra come, nel caso delle acquisizioni effettuate in Borsa, le imprese siano pagate in media ad un prezzo più alto del dovuto (Roll, 1986; Moeller et al., 2005; Shleifer, Vishny, 2003).

Altro filone della letteratura sul tema ritiene l'attività degli hedge fund attivisti vantaggiosa sotto diversi profili: in primo luogo, tali operatori possono beneficiare di vantaggi fiscali significativi (Klein e Zur, 2006); in secondo luogo, gli hedge fund possono acquisire corposi diritti di voto attraverso transazioni esclusive con gli azionisti o attraverso il prestito di titoli (Hu e Black, 2006; Christoffensen et al., 2007) tali da influenzare la gestione aziendale; in terzo luogo, i manager degli hedge fund sono liberi dal *pay per performance*, restrizione d'altro canto imposta ai dirigenti dei fondi comuni americani in base all'Investments Advisors Act del 1940; infine, gli hedge fund riescono a ottenere il soddisfacimento delle proprie richieste utilizzando concorsi di *proxy contest*.

---

<sup>4</sup> Le quote di partecipazione azionarie superiori al 5% in società quotate sul mercato USA devono essere registrate in un particolare Albo tenuto direttamente dalla SEC (c.d. Schedule 13D).

L'utilizzo del *proxy-contest*<sup>5</sup>, in particolare, viene esercitato per ridurre la liquidità in eccesso (Klein e Zur, 2006; Falaye et al., 2004) procedendo attraverso la distribuzione di dividendi straordinari o attraverso la previsione di un maggior livello di indebitamento sulla struttura finanziaria delle imprese partecipate.

Klein e Zur (2006) sostengono che vi siano due principali modi per aumentare il valore delle azioni in una società. In primo luogo, alterando le politiche strategiche d'impresa e, in secondo luogo, riducendo i costi di agenzia. Quest'ultima condizione può essere raggiunta costringendo l'impresa a ridurre il suo eccesso di liquidità attraverso l'aumento del dividendo, o attraverso più elevati carichi di debito, o, infine, attraverso operazioni di *buy back*. Sul tema del costo di agenzia, Kahan e Rock (2007) affermano altresì che gli hedge fund possono contribuire a superare detto problema allontanando i dirigenti *underperforming*, modificando le strategie che risultano inefficaci e/o armonizzando le operazioni aziendali con gli obiettivi degli azionisti. Ai medesimi risultati giungono Black (1992), Brickley et al. (1988) e Mehran (1992).

Questi risultati sono tuttavia in contrasto con quelli raggiunti da Lipton e Rosenblum (1991) secondo cui a questa tipologia di azionisti manca le competenze e l'esperienza per centrare obiettivi aziendali superiori a quelli perseguiti dal management. Una variabile importante risulta allora la natura del fondo che, se possiede le conoscenze, l'esperienza e la motivazione, può essere un efficace e utile strumento per migliorare gli obiettivi della società partecipata.

Tra le criticità che aleggiano sul ruolo dei fondi hedge attivisti vi è la possibilità che i gestori degli stessi rimpiazzino i dirigenti aziendali per perseguire benefici privati (Romano, 1993) o che i manager possano perseguire obiettivi di breve termine a vantaggio di un solo grande azionista, ma a scapito dei piccoli (Linn e McConnell, 1983). Su tale tema, Brav et al. (2008) hanno rilevato come l'attivismo degli hedge fund negli anni 2004-2005 abbia avuto successo, come dimostrano i ritorni anormali che risultano mediamente del 5-7%.

---

<sup>5</sup> Il *proxy contest* o *proxy fight* consiste nel fatto che un fondo, al fine di nominare il board a esso più confacente, cerca di ottenere i diritti di voto da altri azionisti per raggiungere il proprio obiettivo.



Una critica comunemente rivolta agli hedge fund è quella di essere troppo concentrati sullo short termism. La società “bersaglio” potrebbe quindi avere un aumento del prezzo delle azioni solo sul breve termine, ma nel lungo la campagna attivista avrebbe conseguenze negative. Un esempio di questo atteggiamento potrebbe essere l’aumento del livello del debito in capo a una società al fine di pagare un dividendo straordinario, ma con l’esito di esporre essa stessa ai pericoli del dissesto finanziario.

Precedenti ricerche, tuttavia, non hanno riscontrato significative prove del fatto che gli hedge fund perseguano comportamenti miopi nel tentativo di decurtare il valore di lungo termine. Alcune di esse, in particolare, rilevano, poi, che in realtà sono proprio gli hedge fund a porsi obiettivi di lungo termine. Bratton (2007), ad esempio, dimostra che gli hedge fund animati da obiettivi di lungo termine provano a centrare i loro target modificando il business plan aziendale. Tale tipo di attivismo comporta, quindi, un investimento significativo nella comprensione del business e un impegno a favore di un investimento a lungo termine. In genere l’hedge fund avrà un insieme di criticità su cui intervenire: problematiche di governance (cfr., ad esempio, la presenza di “pillole avvelenate”), carenza di indipendenza negli amministratori, presenza di compensi non giustificati.

Una parte più recente della letteratura ha, infine, analizzato il fenomeno all’esterno del mercato americano; in particolare, si rilevano gli studi di Becht et al. (2009) e Stokman (2008) - che hanno studiato l’attivismo dei fondi hedge sul mercato Europeo a partire dal 2000 -, di Mietzner and Schweizer (2008) - che hanno testato il fenomeno sul mercato tedesco (comparando i dati con l’operatività dei fondi di private equity sul medesimo mercato) -, di Uchida and Xu (2008) - che hanno valutato il comportamento dei fondi attivisti americani sul mercato giapponese -.

### **3. Obiettivi e metodologia della ricerca**

Come si evince dall’analisi della letteratura, i contributi sul tema del ruolo dei fondi attivisti nel processo di creazione di valore per gli azionisti sono stati finora incentrati sulle società quotate in Borsa, ma ubicate in mercati finanziari anglosassoni e renani. Tali risultati devono essere testati su

mercati finanziariamente meno evoluti in termini di assetti di governance al fine di comprendere se le evidenze rilevate negli altri Paesi possono essere ulteriormente confermate o se, di converso, una minore *disclosure* negli assetti proprietari delle società partecipate sia di ostacolo al processo di creazione di shareholder value intentato dai fondi attivisti.

Con tale obiettivo si intende allora valutare tale relazione in seno a quelle società quotate in Italia che risultano partecipate da questa tipologia di investitore istituzionale.

Più in dettaglio, la ricerca intende sottoporre a verifica i seguenti punti di domanda:

- 1) i fondi attivisti creano valore per gli azionisti delle società quotate sul mercato italiano;
- 2) la presenza di patti di sindacato nelle strutture societarie crea un ostacolo alla creazione di valore;
- 3) l'evidenza di eventuali *abnormal stock return* nell'ambito della quotazione delle società partecipate dai fondi attivisti, nell'arco della settimana successiva all'annuncio dell'operazione.

Nell'ambito del punto 1), poi, si intende verificare se i risultati raggiunti persistono dinanzi a due scenari macro economici eterogenei, e costituiti rispettivamente da una fase di pre-crisi (2000-2007) e da una di crisi effettiva (2008-2010); sempre nel medesimo punto 1) si intende, altresì, valutare la relazione tra l'aumento dello *shareholder value* e l'incremento della quota del fondo negli anni successivi al loro ingresso nella compagine sociale. Sarà perciò inserita un'ulteriore dummy, che assumerà un valore pari a 1 se il fondo ha incrementato la sua quota nella società e pari a 0 se la sua quota è restata stabile o è eventualmente diminuita.

La nostra ricerca si basa su un campione di 376 società che da luogo a 2409 osservazioni. L'analisi è estesa al periodo 2000-2010. Per queste imprese abbiamo informazioni sulla presenza o meno del fondo nel proprio azionariato, sui dividendi, sull'ebitda, sulla Pfn, sulla capitalizzazione di borsa, sul roe, sul price to book value, sulla Q di Tobin e sulla presenza o meno di patti di sindacato.

Nella tabella 1 sono presentate alcune statistiche descrittive.

**Tab. 1 Risultanze statistiche di base relative alle variabili esplicative del modello**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
fund	5816	.099	.299	0	1
dividends	5872	177.575	346.850	1	1305
ebitda	3175	426980.7	1951807	-1171965	3.59e+07
marketcap	2962	2127616	7521216	3385	9.38e+07
Pfn	3279	3402358	1.97e+07	-3159943	3.63e+08
roe	5872	1013.332	527.554	1	2288
ptbv	5850	211.234	141.740	1	685
qtobin	5872	758.478	914.746	1	2900
pattodisin~o	5814	.156	.363	0	1

Nel nostro campione sono stati inseriti tutti i fondi hedge attivisti, i fondi di private equity che hanno realizzato operazioni di “Pipe<sup>6</sup>” e i fondi sovrani che hanno acquisito quote di società italiane. Si ritiene in effetti che il comportamento svolto dalle succitate categorie di fondi di investimento in società quotate sia il medesimo, e ciò a prescindere dalle differenze strutturali che, ad esempio, sussistono tra i fondi hedge, i fondi di private equity e i sovereign fund in merito alla stabilità del funding<sup>7</sup>.

La costruzione del campione è stato realizzato considerando quote di partecipazioni uguali o superiori al 2%. E, in effetti, appare logico porre un limite inferiore alla partecipazione acquisita al fine di discernere tra le operazioni condotte dai fondi nell’ottica che interessa al nostro studio e logiche di trading azionario di tipo meramente speculativo condotto dai fondi, evidentemente per pacchetti di azioni meno consistenti.

I dati sono stati desunti dalle periodiche rilevazioni condotte dalla Consob.

---

<sup>6</sup> Le operazioni di “Private investments in public entities” (Pipe) riguardano le acquisizioni di quote di società fatte dai fondi di private equity sulle società quotate (e non sulle non quotate, come normalmente accade). Attraverso tali operazioni, i fondi di private equity agiscono con la stessa logica e le medesime metodologie dei fondi hedge attivisti.

<sup>7</sup> Ci si riferisce al fatto che mentre i fondi hedge sono strutture che permettono al sottoscrittore di versare o ritirare il proprio *commitment* in ogni momento, i fondi di private equity – essendo fondi cd. chiusi – vincolano i sottoscrittori a un periodo solitamente di 10 anni. Discorso a parte meritano i fondi sovrani arabi o cinesi, il cui *commitment* proviene stabilmente dal petrolio o dal *surplus* commerciale del proprio Paese.

### *La metodologia utilizzata*

Al fine di poter condurre tale analisi, si ritiene necessario utilizzare il seguente modello:

$$Ptbv = \alpha + \beta_1 fund + \beta_2 marketcap + \beta_3 dividends + \beta_4 ebitda + \beta_5 Roe + \beta_6 Pfn + \beta_7 Qtobin + \beta_8 Pattodisind + \varepsilon$$

La nostra variabile dipendente è, come già asserito, costituita dal rapporto tra *prezzo e valore di libro* (Ptbv). Si tratta di una grandezza che esprime il valore finanziario del titolo, ovvero lo spread tra il valore contabile e quello di mercato di una società. Tale differenziale si basa sulle aspettative che il mercato nutre circa la redditività futura (in senso economico e/o finanziario) delle società in esame ed è influenzata da alcune variabili (indipendenti) che la letteratura e il mondo professionale hanno chiaramente individuato.

Tra esse, il livello di *dividend payout* (Div) garantito dalla società negli anni rappresenta una variabile che dovrebbe influenzare positivamente il livello di prezzo assegnato a una società. Gli azionisti di minoranza, in particolare, valutano in modo alquanto positivo le società che distribuiscono dividendi, in luogo di quelle che preferiscono trattenere più liquidità in azienda per far fronte a nuovi progetti di investimento. Tale seconda opzione dovrebbe, in condizioni di perfezione del mercato, produrre un livello di *capital gain* tale da compensare il mancato dividendo. In realtà, stante l'imperfezione del mercato e visto il ridotto livello di informazioni a disposizione dei piccoli azionisti (*problema di agenzia*) si giustifica il fatto che gli stessi prediligano società generose in termini di *payout* (Klein e Zur, 2006).

Per ciò che attiene alle variabili *ebitda* e *Pfn*, una parte della letteratura più recente - oltre che l'ambito professionale (cfr. Gervasoni, Sattin, 2004) - evidenziano come la creazione di valore in una società debba essere perseguita attraverso l'incremento delle marginalità economiche (in primis l'*ebitda*) e/o attraverso la riduzione della *Pfn*.

In effetti, vale la seguente equazione:

$$shareholder\ value = Ebitda/Sales * \alpha - PFN$$

Se si considera stabile il livello di  $\alpha$  (multiplo sintetico che rappresenta le caratteristiche settoriali e specifiche dell'azienda) nel corso degli anni, ne consegue che le due variabili suesposte sono alla

base dell'incremento dello *shareholder value*. In merito alla scelta del valore marginale da sottoporre a verifica, il mondo teorico e professionale hanno da tempo individuato nell'ebitda l'indicatore più certo e meno aleatorio (in virtù delle politiche legate agli ammortamenti) su cui basare il valore di una qualunque società. Ci si attende pertanto che la nostra variabile dipendente aumenti all'aumentare dell'ebitda e al diminuire della Pfn.

La variabile **Roe** rappresenta il più classico parametro reddituale che esprime la soddisfazione o meno dell'azionista, relativamente all'investimento effettuato, e influenza quindi la scelta di continuare a investire nella società o dismettere la propria quota (col rischio di alimentare una caduta del prezzo delle azioni della stessa). L'incremento della redditività dell'equity dovrebbe produrre un incremento del corso azionario di un titolo.

Il regressore "**capitalizzazione di mercato**" (Klein, Zur, 2006; Brav, Jiang, Partnoy e Thomas, 2008) rappresenta un controllore che esprime la variabile dimensionale della società. Si vuole testare se all'aumentare della capitalizzazione di mercato si incrementa il ratio Ptbv.

La **Q di Tobin**, infine, esprime, come è noto, l'incidenza degli intangibili nel valore dell'impresa. Se il regressore risulta statisticamente significativo se ne deduce che esiste una correlazione (positiva o negativa) tra il *price to book value* e il valore degli intangibili (espressi da QTobin)<sup>8</sup>. Anche in tal caso, ci si attende una relazione positiva con la variabile dipendente.

La dummy "**patto di sindacato**", infine, esprime una proxy del livello di concentrazione azionaria di una società e assume valore 1 per le società in cui lo stesso è presente e 0 per le società in cui è assente. Si vuole cioè testare se la nostra variabile dipendente venga influenzata da tale accordi tra gli azionisti. Tale analisi appare del tutto originale rispetto alla letteratura in materia poiché, come è noto, gli stessi rappresentano una peculiarità molto marcata del sistema di governance delle società quotate in Italia e un elemento di ampia differenziazione rispetto al sistema ad azionariato diffuso di

---

<sup>8</sup> La variabile Q viene definita come il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. Tale valore è semplicemente il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. Quindi il valore della Q misura, fondamentalmente, il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario e il valore della stessa impresa se si volesse riacquistare il suo stock di capitale sul mercato dei beni.

matrice anglo-sassone o del sistema della “concertazione” di ispirazione renana. L’aspettativa è che minore è la concentrazione azionaria – espressa, come detto, dalla proxy *patto di sindacato* – maggiore sarà il rapporto tra valore di mercato e valore di libro, stante il valore della contendibilità di un’impresa e il maggior potere in mano agli azionisti di minoranza (tra cui i fondi hedge attivisti) di poter porre in essere tutte quelle misure di efficientamento gestionale necessarie a creare valore. In relazione al rapporto tra la contendibilità di un’impresa e la presenza nel suo azionariato di un patto di sindacato, occorre evidenziare come, in base al decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007 che attua la direttiva 2004/25/CE, i suddetti accordi tra soci, stante alcune condizioni di base, decadono naturalmente dinanzi al lancio di un’Opa ostile, in ossequio al cosiddetto principio della “neutralizzazione”. In relazione al nostro studio, però, la presenza del patto viene considerato quale (eventuale) limite alla creazione di valore nella gestione ordinaria di una società e non come ostacolo strutturale dinanzi a un’operazione di tipo straordinario, quale appunto potrebbe essere il lancio di un’Opa ostile.

**Tab. 2 Descrizione del Full Set di potenziali variabili esplicative per la determinazione del price to book value ratio**

<b>Variabile</b>	<b>Descrizione</b>
<b>Ptbv</b>	Variabile dipendente: esprime il differenziale tra valore di mercato e valore contabile di una società.
<b>fund</b>	Variabile dummy: assume valore 1 se il fondo è presente nell’azionariato di una società e 0 in caso contrario.
<b>dividends</b>	variabile economica: esprime il livello di <i>payout</i> di una società
<b>ebitda</b>	variabile economica: esprime la redditività operativa lorda della società e non risulta influenzata dalla politica degli ammortamenti
<b>Roe</b>	variabile di redditività: esprime la redditività sul capitale proprio
<b>Pfn</b>	variabile di leva: esprime il livello netto di indebitamento di una società
<b>marketcap</b>	Variabile dimensionale: esprime la capitalizzazione di mercato di una società al 31 dicembre di ciascun anno
<b>qtobin</b>	Variabile patrimoniale: misura sintetica che esprime il contributo degli intangibili alla determinazione del valore di una società
<b>pattodisind</b>	Variabile dummy : assume valore 1 se in una società è presente un patto di sindacato e 0 in caso contrario
<b>var_quota</b>	Variabile dummy: esprime valore 1 se il fondo aumenta la propria quota in seno a una società e 0 se la quota detenuta rimane costante o diminuisce

Al fine di poter testare se le suddette variabili indipendenti risultano esogene, occorre effettuare un test di correlazione tra le stesse.

Ci si attende, in linea di principio, che la variabile (dummy) fund non debba influenzare le variabili **Div e Pfn**. Ciò, in effetti, rappresenta secondo noi una peculiarità rispetto a quanto individuato dalla letteratura internazionale, ma che identifica chiaramente il sistema economico-imprenditoriale italiano caratterizzato, come detto, da un sistema capitalistico molto concentrato. Si ritiene, in effetti, che un fondo possa difficilmente influenzare il livello di distribuzione dei dividendi e il livello di debito netto in capo alle società quotate, atteso il livello di leva azionaria<sup>9</sup> che i grandi azionisti (o quelli formanti comunque un patto di sindacato) decidano di sfruttare.

Diverso potrebbe essere il ruolo assolto dai fondi nell'incremento del margine economico ebitda che, a sua volta, dovrebbe influenzare positivamente la nostra variabile dipendente.

### Tab.3 Test di correlazione tra le variabili indipendenti

Come si evince dalla tabella, la variabile market cap risulta fortemente correlata con le variabili ebitda e PFN. Per evitare effetti discorsivi in seno alle nostre stime, tale variabile sarà esclusa dal modello che andremo a utilizzare.

	fund	qtobin	market~p	divide~s	ebitda	roe	PFN	pattod~o
Fund	1.0000							
Qtobin	-0.0164	1.0000						
marketcap	0.0524	0.0576	1.0000					
dividends	0.0027	-0.0070	0.1901	1.0000				
ebitda	0.0666	0.0309	0.9094	0.1468	1.0000			
Roe	0.0418	-0.0818	0.0680	0.2123	0.0601	1.0000		
Pfn	-0.0029	0.1031	0.5527	0.0878	0.4846	0.0314	1.0000	
pattodisin~o	-0.0216	-0.0077	-0.0389	0.0021	-0.0466	0.0049	-0.0032	1.0000

Il test di correlazione (Tab.3) mostra una significativa influenza tra la variabile marketcap e le variabili ebitda (0,9094) e Pfn (0.5527). La capitalizzazione di mercato delle società quotate non sarà pertanto ricompresa nel nostro modello al fine di evitare l'insorgere di effetti distorsivi.

Per ciò che attiene alle altre variabili, se si accettano le correlazioni inferiori a 0,5, le stesse risultano scarsamente correlate e pertanto possono essere inserite nel nostro modello. La stessa

<sup>9</sup> Si tratta, in effetti, del concetto di "capitalismo senza capitale" che da sempre caratterizza il sistema italiano. In tale scenario, la presenza di scatole cinesi permettono di annacquare il capitale, così come l'uso elevato della leva finanziaria. Tale modus operandi, evidentemente, deve essere però armonizzato con le scelte di PFN da utilizzare nelle società partecipate, nonché con la stessa politica di dividendi che deve contemperare le esigenze di struttura finanziaria delle società operative o delle stesse holding di controllo.

relazione tra ebitda e la dummy fund appare in verità caratterizzata da un bassissimo livello di correlazione (0,06).

Nel prosieguo del lavoro (cfr. par. 4.3) valuteremo la robustezza delle nostre stime attraverso una regressione sulle singole variabili testé citate – individuate come singole variabili dipendenti – per acclarare l’assenza di una relazione statisticamente significativa rispetto alla variabile indipendente (dummy) fund.

#### 4. Risultati ottenuti e commenti

Al fine di testare l’incidenza del ruolo dei fondi hedge sulla determinazione dell’indicatore Ptbv del nostro campione di riferimento si procede a una stima dei modelli di regressione attraverso l’utilizzo della metodologia OLS. In seguito si presenteranno invece le stime in cui si controlla per effetti fissi di imprese.

**Tab. 4 Analisi attraverso la metodologia OLS**

I risultati della nostra regressione che utilizza la metodologia OLS sono mostrati sotto. L’analisi è condotta su un numero di 2409 osservazioni e mostra un  $R^2$  pari a 0.3696. Dall’analisi del p-value si nota la significatività statistica della variabile fund e degli ulteriori repressori di controllo, dati rispettivamente dalla Q di Tobin, dalla PFN e dai patti di sindacato. La significatività statistica dei repressori è pari all’1% per livelli di p-value inferiori a 0,05, al 5% per livelli di p-value compresi tra 0,05 e 0,1 e al 10% per p-value pari a 0,1.

ptbv	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf.Interval]	
fund	.7386293	.1423541	5.19	0.000	.4594791	1.01778
qtobin	.17765	.0583811	3.04	0.002	.0631672	.2921327
dividends	.0004123	.0021487	0.19	0.848	-.0038012	.0046258
ebitda	1.77e-08	1.47e-08	1.20	0.229	-1.11e-08	4.66e-08
Roe	.0025927	.0019609	1.32	0.186	-.0012525	.0064379
Pfn	-1.94e-08	5.79e-09	-3.34	0.001	-3.07e-08	-8.01e-09
pattodisin~o	-.3409981	.188861	-1.81	0.071	-.7113463	.0293501
a1	1.764914	.3758817	4.70	0.000	1.027826	2.502002
a2	1.282416	.449503	2.85	0.004	.40096	2.163872
a3	.6546217	.6994984	0.94	0.349	-.7170644	2.026308
a4	.6896098	.4244303	1.62	0.104	-.1426796	1.521899
a5	.9640679	.3403674	2.83	0.005	.2966222	1.631514
a6	.9026079	.3471566	2.60	0.009	.2218488	1.583367
a7	1.238004	.3482055	3.56	0.000	.5551879	1.920819
a8	.9704066	.4031179	2.41	0.016	.1799098	1.760903
a9	.0354601	.3632216	0.10	0.922	-.6768018	.7477219
a10	.4941013	.3557353	1.39	0.165	-.2034801	1.191683
_cons	-.0331413	.4941961	-0.07	0.947	-1.002238	.9359557



## 4.1 Stime OLS

I risultati delle nostre stime sono evidenziati nella tabella 4

Come si evince dalla suesposta tabella, la variabile (dummy) fund risulta positiva e statisticamente significativa all'1%. Tra le variabili di controllo, anche la Q di Tobin risulta significativa all'1%, così come la variabile Pfn che, per come atteso, evidenzia a sua volta una correlazione negativa rispetto alla nostra variabile dipendente.

L'analisi ha, inoltre, evidenziato come nel 15,6% del campione si rilevi la presenza di un patto di sindacato. In relazione dunque alla nostra variabile dummy, appare interessante notare come la stessa risulti significativa al 5%; il coefficiente negativo (-0,34) mostra chiaramente come la presenza di tali accordi vincolanti rappresenti un freno alla quotazione del titolo e riduca la nostra variabile dipendente.

Per ciò che attiene alle ulteriori variabili di controllo, la stima OLS evidenzia la non significatività delle variabili dividendi, ebitda e Roe sulla determinazione del differenziale Ptbv. In sostanza, sembra emergere che le variabili economiche abbiano un modesto impatto sulla determinazione del valore finanziario delle società rientranti nel nostro campione espresso dalla nostra dipendente. Al contrario, le variabili patrimoniali Pfn e Q di Tobin appaiono fortemente significative.

Controllando infine per effetti temporali, e utilizzando l'esercizio 2010 come anno di riferimento, notiamo che, a parità di variabili incluse nel nostro modello, il Ptbv risulta migliore in ogni esercizio che va dal 2000 al 2009, con effetti marginali che vanno tuttavia restringendosi man mano che si tende al 2010. Ciò appare del resto coerente con gli effetti della crisi finanziaria che è, di fatto, risultata più acuta in prossimità del nostro anno benchmark. Le dummy temporali, poi, risultano quasi tutte fortemente significative.

Di seguito verificheremo la persistenza di tali determinazioni attraverso un controllo a effetti fissi di società quotate.

Le suddette stime possono essere affinate analizzando il comportamento dei fondi attivisti nel periodo pre-crisi (2000-2007) e di crisi effettiva (2008-2010).

**Tab. 5 Periodo pre-crisi (2000-2007)**

La tabella di seguito esposta mostra la stima OLS sulle società quotate italiane nel range temporale 2000-2007. La regressione è condotta su un numero di 1479 osservazioni e mostra un  $R^2$  pari a 0,4441. Dall'analisi del p-value si nota la significatività statistica della variabile fund e di alcuni ulteriori repressori di controllo, costituiti rispettivamente dalla Q di Tobin e dalla PFN. La significatività statistica dei repressori è pari all'1% per livelli di p-value inferiori a 0,05, al 5% per livelli di p-value compresi tra 0,05 e 0,1 e al 10% per p-value pari a 0,1.

ptbv	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf.Interval]	
fund	.8142581	.2242902	3.63	0.000	.3742954	1.254221
qtobin	.2575301	.0973759	2.64	0.008	.0665196	.4485406
dividends	-.0030489	.0033293	-0.92	0.360	-.0095796	.0034819
ebitda	3.52e-08	3.08e-08	1.14	0.253	-2.52e-08	9.56e-08
Roe	.0041809	.0054816	0.76	0.446	-.0065717	.0149336
Pfn	-4.13e-08	1.70e-08	-2.43	0.015	-7.47e-08	-7.99e-09
pattodisin~o	-.2230824	.2689224	-0.83	0.407	-.7505947	.3044298
_cons	.6482385	.5073033	1.28	0.202	-.3468764	1.643353

**Tab. 6 Periodo crisi finanziaria (2008-2010)**

La tabella di seguito esposta mostra la stima OLS sulle società quotate italiane nel range temporale 2008-2010. La regressione è condotta su un numero di 679 osservazioni e mostra un  $R^2$  pari a 0,3391. Dall'analisi del p-value si nota la significatività statistica della variabile fund e di alcuni ulteriori repressori di controllo, costituiti rispettivamente dalla Q di Tobin, dalla PFN e dai patti di sindacato. La significatività statistica dei repressori è pari all'1% per livelli di p-value inferiori a 0,05, al 5% per livelli di p-value compresi tra 0,05 e 0,1 e al 10% per p-value pari a 0,1.

ptbv	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf.Interval]	
fund	.5400424	.2465068	2.19	0.029	.0560248	1.02406
qtobin	.0863943	.0323948	2.67	0.008	.0227869	.1500017
dividends	.0058739	.0027185	2.16	0.031	.0005361	.0112117
ebitda	-6.28e-09	9.16e-09	-0.69	0.493	-2.43e-08	1.17e-08
Roe	.0006163	.0011601	0.53	0.595	-.0016616	.0028943
Pfn	-7.60e-09	1.93e-09	-3.95	0.000	-1.14e-08	-3.82e-09
pattodisin~o	-.3894524	.2411935	-1.61	0.107	-.8630372	.0841325
_cons	.688109	.2376137	2.90	0.004	.2215532	1.154665

In tal caso, attraverso il confronto tra due periodi di analisi palesemente eterogenei, si vuole esprimere un giudizio più dettagliato sulla reale operatività dei suddetti fondi, contestualizzando il tutto al range temporale di riferimento e valutando se la presenza del fondo attivista appare, di fatto, positivo solo in condizioni particolari di mercato o, piuttosto, in qualunque contesto economico di riferimento. Evidentemente tale esercizio risulta comunque penalizzato da una diversa numerosità del campione su cui effettuiamo le nostre stime, stante il differente numero di anni che compongono

i due gruppi. In ogni caso, riteniamo utile effettuare detta valutazione che dovrà essere ulteriormente sottoposta a verifica nel corso dei prossimi anni attraverso l'implementazione di un modello di analisi basato su campioni maggiormente omogenei dal punto di vista quantitativo.

In ambo gli scenari notiamo, ancora una volta, una forte significatività (1%) della dummy fund. Allo stesso modo, risulta confermata la persistenza in termini di significatività (1%) per le variabili Q di Tobin e Pfn. Il test mostra ancora come la variabile dividendi appaia significativa (1%) sulla determinazione della nostra dipendente solo nel periodo di crisi, così come i patti di sindacato. Ciò trova una sua logica nel fatto che, in condizioni di crisi economica, le aziende più generose in termini di *payout* vengono premiate dal mercato. In condizioni di normalità, invece, le società che non pagano dividendi, ma che reinvestono gli utili in progetti di crescita validi e credibili, vengono comunque non penalizzate dal mercato. Medesima logica può essere usata in merito alla presenza di patti di sindacato; in tal senso, il mercato appare più sensibile alla loro presenza in momenti di crisi congiunturale (-0,389), e penalizza le società caratterizzate da tali accordi in termini di minori tassi di crescita dei loro corsi azionari. Tale risultanza, inoltre, potrebbe far supporre come il mercato italiano non consideri adeguatamente il valore della contendibilità di un'impresa, caratterizzandosi, in tal senso, alla stregua di un mercato meno maturo rispetto ai contesti anglosassoni, a conferma delle nostre ipotesi di partenza. E ciò si evince in considerazione del fatto che i patti di sindacato non vengono intesi dal mercato italiano come un limite alla contendibilità o meno di un'impresa, atteso che, in questa evenienza, tale variabile sarebbe dovuta risultare statisticamente non significativa alla luce del decreto legislativo 229/2007 che, come asserito, introduce il principio della "neutralizzazione".

Le conclusioni suesposte, tuttavia, potrebbero essere inficiate dalla diversa numerosità del campione nei due gruppi analizzati e, pur conservando una logica di base, meritano comunque ulteriori analisi e approfondimenti.

## 4.2 Stime a effetti fissi

Sulla base delle stime ottenute attraverso la metodologia OLS, si intende a questo punto verificare la robustezza dei nostri risultati mediante una successiva regressione a “effetti fissi”, atta a eliminare ogni eventuale distorsione (bias) determinata dalla presenza di variabili omesse.

**Tab. 7 Regressione a effetti fissi di società quotate**

I risultati della nostra regressione che utilizza la metodologia a effetti fissi di società quotate sono mostrati sotto. L’analisi è condotta su un numero di 2411 osservazioni e mostra un  $R^2$  pari a 0.3564. Gli Standard errors sono stati stimati clusterizzando le osservazioni entro le società quotate. Dall’analisi del p-value si nota la significatività statistica della variabile fund e della sola Q di Tobin. La significatività statistica dei regressori è pari all’1% per livelli di p-value inferiori a 0,05, al 5% per livelli di p-value compresi tra 0,05 e 0,1 e al 10% per p-value pari a 0,1.

ptbv	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf.Interval]	
fund	.429448	.1410547	3.04	0.002	.1520907	.7068053
qtobin	.2074556	.0827507	2.51	0.013	.044742	.3701692
dividends	.0015943	.0032302	0.49	0.622	-.0047573	.0079458
ebitda	7.34e-08	4.66e-08	1.57	0.116	-1.83e-08	1.65e-07
Roe	.0036755	.0024048	1.53	0.127	-.0010532	.0084041
Pfn	1.46e-09	4.42e-09	0.33	0.741	-7.23e-09	1.02e-08
a1	2.429808	.4443585	5.47	0.000	1.556062	3.303555
a2	1.985466	.6127722	3.24	0.001	.7805663	3.190367
a3	1.217379	.642728	1.89	0.059	-.046424	2.481181
a4	1.350428	.4600382	2.94	0.004	.4458507	2.255006
a5	1.4163	.3489811	4.06	0.000	.7300944	2.102505
a6	1.436443	.3656104	3.93	0.000	.7175395	2.155346
a7	1.646997	.3433216	4.80	0.000	.9719204	2.322074
a8	1.199991	.3605897	3.33	0.001	.4909595	1.909022
a9	.1888657	.352167	0.54	0.592	-.5036038	.8813351
a10	.5941367	.3068802	1.94	0.054	-.0092849	1.197558
_cons	-.7632554	.7604576	-1.00	0.316	-2.258551	.7320402
sigma_u	2.4929345					
sigma_e	3.6981654					
Rho	.31243656	(fraction of variance due To u_i)				

In queste stime controlliamo infatti per effetti fissi di aziende quotate e sfruttiamo la variabilità nel tempo delle nostre variabili di interesse.

Tra le variabili di controllo omettiamo di inserire la dummy patto di sindacato poiché i valori espressi da tale variabile rimangono quasi sempre costanti nel corso degli anni.

La stima a effetti fissi (Tab. 7) conferma la significatività statistica all'1% e il segno della variabile dummy fund rispetto al Ptbv. L'effetto marginale appare però meno marcato rispetto alla precedente stima (0,429).

Le variabili di controllo non risultano statisticamente significative, eccezion fatta per la variabile Q di Tobin, che risulta ancora una volta significativa all'1%.

Queste stime mostrano un miglioramento della nostra variabile dipendente nel corso del tempo, poiché tutte le dummy annuali sono positive rispetto all'anno di riferimento che è il 2010; le stesse risultano tutte statisticamente significative eccezion fatta per l'anno 2008, ovverosia per l'esercizio in cui è partita la crisi finanziaria.

I risultati ottenuti attraverso la regressione a effetti fissi confermano dunque il ruolo positivo dei fondi hedge nella creazione di valore. Il dato è stato ottenuto ponendo come condizione di base l'ipotesi secondo cui il fondo che investe nel nostro Paese, a differenza di quanto testato in altri mercati (Brav et al., 2008; Greenwood and Schor, 2009; Klein and Zur, 2009 ), non influenzi la politica dei dividendi, il livello di indebitamento e, di converso, il Roe, stante le caratteristiche morfologiche del mercato italiano, già ampiamente discusse. Rimaneva un unico dubbio in merito alla possibilità che il fondo potesse influenzare il livello di ebitda conseguito da una società, coerentemente con quanto mostrato da Brav et al. (2008).

In merito a tali ipotesi, vi è tuttavia da rilevare come la presenza del fondo attivista non influenzi la determinazione del Roe, del debito netto, dell'ebitda e dei dividendi, e ciò si dimostra regredendo a effetti fissi la dummy fund sulle variabili testé citate, utilizzate rispettivamente come variabili dipendenti in seno al nostro modello.

L'output (Tab. 8), in ognuna delle regressioni, producendo un *p-value* molto elevato, non risulta in alcun caso significativo; ciò corrobora la validità delle nostre ipotesi di partenza e permette altresì di fugare ogni dubbio sull'eventuale influenza che la presenza del fondo poteva esercitare sull'ebitda. Tale risultanza rappresenta evidentemente una peculiarità dell'operato dei fondi sul mercato italiano.

**Tab. 8 Regressione a effetti fissi tra variabile dummy fund e variabili dipendenti**

La tabella di seguito esposta mostra le risultanze di quattro distinte regressioni a effetti fissi di imprese dove vengono rispettivamente poste quali variabili dipendenti le stesse riportate nella prima colonna. Le variabili indipendenti sono costituite da tutte quelle incluse nel nostro modello di base. Dall'esame del p-value, si nota la non significatività statistica della nostra variabile dummy sulla determinazione delle variabili dipendenti esaminate.

Variabile dipendente	Variabile indipendente	t	P - value
Roe	fund	-0,18	0,861
Pfn	fund	0,30	0,762
dividends	fund	-0,88	0,378
ebitda	fund	0,97	0,334

Se la creazione di valore finanziario in Italia non si concretizza attraverso l'influenza che i fondi attivisti esercitano sulle suddette variabili, l'incremento dello shareholder value passa allora attraverso un superamento di ulteriori criticità che vengono percepite positivamente dal mercato finanziario italiano.

L'esperienza italiana sembra allora mostrare una tipologia di attivismo atto a:

- centrare le strategie d'impresa o proporre un ri-orientamento della strategia aziendale (Klein, A., Zur, E., 2006);
- ridurre i costi di agenzia (Kahan, M., Rock, E., 2006);
- chiedere la vendita di una divisione/ramo d'azienda o l'acquisizione di una nuova società (Brav et al., 2006);
- migliorare le questioni di governance, quali, ad esempio, la revoca delle azioni difensive intentate dai manager, l'impugnazione della composizione del Consiglio d'Amministrazione e dei loro compensi<sup>10</sup> (Black, 1992; Brickley et al., 1988; Mehran, 1992).

La verifica testé effettuata può essere perfezionata introducendo una ulteriore dummy. Si tratta cioè di utilizzare il nostro campione di riferimento composto esclusivamente dalle sole società "partecipate" e scomporlo in due sotto-gruppi: fondi hedge che hanno aumentato la propria quota detenuta nella medesima società (dummy=1) e fondi che hanno ridotto o mantenuto costante la propria percentuale di partecipazione (dummy=0).

---

<sup>10</sup> Cfr. a titolo d'esempio la *querelle* tra il fondo Algebris e la governance di Generali nel corso del 2007.

Tale analisi può risultare di interesse al fine di comprendere se il mercato attribuisce un valore segnaletico positivo alla variazione della quota detenuta dal fondo attivista in una società quotata.

In tale contesto, il mercato potrebbe ipotizzare che il fondo stia lavorando proficuamente per creare valore - ponendo in essere tutte le strategie di efficientamento che le sono proprie - e che, a tal uopo, abbia deciso di continuare a investire nella medesima società.

In sostanza, sia pur con le opportune differenziazioni del caso, l'eventuale valore segnaletico e i susseguenti riscontri positivi sul corso del titolo, potrebbero essere simili a quanto accade nel caso di operazioni di *buy back*.

**Tab. 10 Relazione tra il Ptbv e l'incremento della quota del fondo hedge**

I risultati della nostra regressione che utilizza la metodologia a effetti fissi di società quotate sono mostrati sotto. L'analisi, che mette in relazione il rapporto Ptbv e la variazione della quota detenuta del fondo nella società partecipata, è condotta su un numero di 536 osservazioni e mostra un R<sup>2</sup> pari a 0.2504. Gli Standard errors sono stati stimati clusterizzando le osservazioni entro le società quotate. Dall'analisi del p-value si nota la non significatività statistica della dummy variazione della quota (*var\_quota*). La sola variabile Q di Tobin risulta significativa all'1%. La significatività statistica dei repressori è pari all'1% per livelli di p-value inferiori a 0,05, al 5% per livelli di p-value compresi tra 0,05 e 0,1 e al 10% per p-value pari a 0,1.

Ptbv	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf. Interval]	
<i>var_quota</i>	-.2635241	5.914891	-0.04	0.965	-11.93676	11.40972
<i>qtobin</i>	.1350467	.0362853	3.72	0.000	.0634364	.206657
<i>ebitda</i>	1.49e-06	1.70e-06	0.88	0.381	-1.86e-06	4.85e-06
<i>Pfn</i>	-1.95e-07	3.37e-07	-0.58	0.565	-8.60e-07	4.71e-07
<i>dividends</i>	-.0040597	.0310258	-0.13	0.896	-.0652902	.0571708
<i>Roe</i>	.0018441	.0188385	0.10	0.922	-.0353343	.0390226
<i>a1</i>	66.1165	23.12964	2.86	0.005	20.46937	111.7636
<i>a2</i>	47.99872	21.30093	2.25	0.025	5.960606	90.03683
<i>a3</i>	27.60758	12.98449	2.13	0.035	1.982255	53.23291
<i>a4</i>	15.8527	11.57386	1.37	0.173	-6.988705	38.69411
<i>a5</i>	44.22569	13.89052	3.18	0.002	16.81228	71.6391
<i>a6</i>	34.99976	10.95372	3.20	0.002	13.38221	56.61731
<i>a7</i>	62.43417	8.840265	7.06	0.000	44.9876	79.88074
<i>a8</i>	51.19675	8.23499	6.22	0.000	34.94471	67.44878
<i>a9</i>	-23.58771	9.23209	-2.55	0.011	-41.80756	-5.367865
<i>a10</i>	-8.073683	8.68492	-0.93	0.354	-25.21367	9.066305
<i>_cons</i>	78.99173	11.95578	6.61	0.000	55.39659	102.5869
<i>sigma_u</i>	62.883533					
<i>sigma_e</i>	48.135536					
<i>Rho</i>	.63053841	(fraction of variance due to <i>u_i</i> )				

I risultati mostrano chiaramente come la variazione in aumento della quota detenuta dal fondo in una società quotata non produca un incremento del Ptbv; il mercato, in sostanza, attribuisce un

valore molto positivo all'ingresso di un fondo attivista nell'azionariato di una società quotata, ma sembra non risultare sensibile all'incremento o meno della quota detenuta dallo stesso nel corso degli anni successivi. Se ne deduce dunque che, a prescindere dall'incremento o meno della quota posseduta dal fondo – spesso dettata da logiche di trading azionario piuttosto che da precise strategie di governance -, la sola presenza del medesimo induce il mercato a conferire un maggiore Ptbv rispetto alle società non partecipate da un simile soggetto attivista.

Ulteriore analisi da effettuare sul nostro campione attiene all'”effetto annuncio” rilevato sul mercato finanziario italiano, in concomitanza con l'ingresso del fondo attivista nel capitale di una società.

All'uopo, abbiamo provveduto a valutare l'incremento/decremento della quotazione del titolo nell'arco dei successivi sette giorni rispetto all'ingresso del fondo nel periodo 2003-2010. Le osservazioni sono state pari a 350. Tale dato è stato poi opportunamente messo a confronto con la variazione del più importante indice del mercato azionario italiano (S&P Mib 40 prima e Ftse Mib poi) nello stesso periodo di riferimento, al fine di testare eventuali fenomeni di *abnormal returns* rispetto all'andamento medio del mercato.

**Tab. 11 Ipotesi di abnormal return per “effetto annuncio”**

La seguente tabella offre una chiara evidenza sull'andamento dei titoli di società quotate all'annuncio dell'ingresso del fondo attivista nel corso del sette giorni successivi. Tale dato viene messo a confronto con l'andamento medio del mercato negli stessi giorni di riferimento. Le risultanze, frutto di complessive 350 osservazioni rilevate sul mercato nel periodo 2003-2010, attestano alla chiara mancanza di un “effetto annuncio” sul mercato italiano e sconfessano sullo stesso mercato le ipotesi di *abnormal returns* che, buona parte della letteratura avevano altrove dimostrato.

anno	N° obs.	$\Delta$ media Titoli ( $T_m$ )	$\Delta$ media Mercato ( $M_m$ )	$T_m - M_m$
2003	10	-0,004	0,305	-0,309
2004	22	0,006	0,005	0,001
2005	33	0,022	0,0003	0,021
2006	58	0,015	0,003	0,012
2007	77	0,008	-0,002	0,010
2008	69	-0,020	-0,014	-0,006
2009	47	0,025	0,031	-0,006
2010	34	-0,004	-0,003	-0,002

Il risultato cui si è giunti dimostra chiaramente come l'incremento medio delle quotazioni delle società partecipate dal fondo attivista nel corso di una settimana di scambi in Borsa è risultato in



linea con la variazione dell'indice generale di Borsa Italiana, nello stesso periodo di tempo. Tale dato mostra pertanto come, a differenza di quanto accade in altri Paesi (Brav et al, 2000), in Italia non si assista ad un “effetto annuncio” tale da incidere positivamente – e in modo anormale - sul corso delle azioni delle società partecipate dal fondo. La tab. 11 mostra inoltre un trend nettamente crescente delle operazioni effettuate dal 2003 al 2007, per poi incominciare a ridursi progressivamente dal 2008 al 2010 in relazione al contesto macroeconomico di riferimento.

## 5 Conclusioni

Oggetto del presente lavoro di ricerca è stato quello di testare il ruolo dei fondi attivisti nel processo di creazione di valore in seno alle società quotate sul mercato finanziario italiano.

Tale tema, se in parte affrontato dalla letteratura in riferimento alle società quotate su mercati finanziari più evoluti - in termini di trasparenza e di corporate governance -, appare completamente trascurato nel contesto italiano che, come noto, risulta caratterizzato da spiccate peculiarità rispetto ai contesti anglosassoni e tedesco-giapponese.

A tal fine si è lavorato su un campione di 376 società quotate e si è testata la relazione principale tra il differenziale *price to book value* e la presenza o meno di un fondo attivista nella struttura azionaria della società stessa. I modelli di stima hanno adoperato la metodologia OLS e a “effetti fissi” di impresa.

I risultati cui è giunta la nostra analisi è che esiste una relazione forte e positiva tra la presenza del fondo nell'azionariato di una società e il suo livello di Ptbv.

Si rileva, inoltre, come la presenza di patti di sindacato nella governance di una società contribuisca a ridurre il valore della medesima.

Tali risultanze vengono in buona sostanza confermati scindendo il campione in due sotto-gruppi temporali: periodo pre-crisi (2000-2007) e periodo di crisi effettiva (2008-2010). In ambo gli scenari risulta confermata la significatività statistica all'1% della nostra variabile principale sul Ptbv; si riscontrano, invece, differenze sostanziali in merito alla significatività delle ulteriori

variabili di controllo utilizzate nel nostro modello. In particolare, i dividendi e la dummy patto di sindacato risultano significativi solo nel periodo di crisi, a testimonianza del fatto che il mercato, in contesti operativi e ambientali difficili, risulta più sensibile alla presenza o meno di accordi tra soci che tendono, evidentemente, a deprimere il valore dell'impresa stessa e a premiare altresì quelle aziende che decidono di distribuire più dividendi e, di converso, demandare scelte di investimento a periodi di minore turbolenza congiunturale.

L'utilizzo delle dummy temporali ha, inoltre, evidenziato come il market value delle società del nostro campione sia andata a diminuire nel corso degli ultimi anni e che il 2010 è risultato l'esercizio peggiore in termini di valore dei corsi azionari. Ciò risulta perfettamente in linea con l'andamento congiunturale degli ultimi 10 anni.

L'analisi ha inoltre mostrato come il mercato non riconosca un valore segnaletico – tale da far lievitare il corso azionario delle società quotate – dinanzi a operazioni di incremento della quota di partecipazione detenuta dal fondo stesso.

Le risultanze che vedono la presenza del fondo statisticamente significativa al livello dell'1% inducono, dunque, a rivedere con meno rigore il ruolo, dibattuto e controverso, di tali operatori finanziari e a valutare con maggiore obiettività la loro influenza nella costruzione dello shareholder value.

Il lavoro mostra altresì che il contributo di detti operatori non si esprime nel miglioramento di margini e indicatori economici, così come di converso avviene in Paesi finanziariamente più evoluti, e acclarati da un'ampia e articolata letteratura in materia; ma ciò risultava ampiamente prevedibile, alla luce delle caratterizzazioni societarie tipiche delle imprese italiane, basate – come è noto - sull'uso spinto della leva azionaria e sulla presenza costante di patti di sindacato tra soci.

Si tratta, pertanto, di un attivismo meno invasivo nella gestione delle società partecipate, ma capace comunque di orientare la società dal punto di vista strategico e aumentare il livello di *disclosure*, riducendo le problematiche legate ai “costi di agenzia”.

### *Limiti del lavoro*

Il lavoro potrebbe essere meglio approfondito attraverso l'inserimento della percentuale di partecipazione azionaria del primo azionista. Tale dato conferirebbe certamente un valore più puntuale rispetto al livello di concentrazione azionaria della società e alla reale contendibilità della stessa.

Allo stesso modo, i risultati ottenuti potrebbero essere ulteriormente testati su mercati simili all'Italia in termini di configurazione del mercato azionario e di struttura della governance societaria.

Infine, ulteriori studi dovranno offrire spunti maggiormente puntuali circa il comportamento dei fondi attivisti in periodi più lunghi (rispetto al nostro periodo di riferimento) di crisi economico-finanziaria.

### **Bibliografia**

1. Bainbridge S. (2005). "Shareholder activism and institutional investors", working paper, University of California, Los Angeles.
2. Bebchuk L.A. (2005), "The case for increasing shareholder power", *Harvard Law Review*, 118, pp. 833 – 917.
3. Becht M., Franks J., Grant J. (2010), "Hedge fund activism in Europe", ECGI-Finance working paper, N° 283/2010.
4. Becht M., Franks J., Mayer C., Rossi S. (2009), "returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund", *Review of Financial Studies*, 22, pp. 3093-3129.
5. Becht M., Franks J., Mayer C., Rossi S. (2006), "Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund", Working Paper, ECARES, London Business School, University of Oxford, and Stockholm School of Economics, July 2006.

6. Bethel J.E., Liebeskind J.P., Opler T. (1998), "Block share purchases and corporate performance", *Journal of Finance*, 53, pp. 605-633.
7. Black B.S. (1998), "Shareholder activism and corporate governance in the U.S." in P. Newman (ed.), *The new Palgrave dictionary of Economics and law*, Palgrave Macmillan, London and Basingstoke.
8. Black B.S. (1992), "Agents watching agents: the promise of institutional investor voice", *UCLA Law Review*, Vol. 39, 811-893
9. Black B.S. (1990), "Shareholder passivity reexamined", *Michigan Law Review*, 89, pp. 520-608.
10. Boyson N., Mooradian R.M. (2007), "Hedge funds as shareholder activists from 1994-2005", working paper, Northeastern University.
11. Bratton W. W. (2007), "Hedge funds and governance targets", *The Georgetown Law Journal*, 95, pp. 1375-1433.
12. Brav A., Jiang W., Partnoy F., Thomas R. (2008), "Hedge fund activism, corporate governance and firm performance", *Journal of Finance*, 63, pp. 1729-1775.
13. Brav, A., Geczy C., Gompers P. (2000), "Is the abnormal return following equity issuances anomalous?", *Journal of Financial Economics*, 56, pp. 209-249.
14. Brickley. J., Lease. R., Smith C. (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments.", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 267-92.
15. Christoffensen S.E.K., Geczy C., Musto D.K., Reed A.V. (2007), "Vote trading and information aggregation", *Journal of Finance*, 62, pp. 2897-2929.
16. Clifford C. (2008), "Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists", *Journal of Corporate Finance*, 14, pp. 323-336.
17. Cronqvist H., Fahlenbrach R. (2009), "Large shareholders and corporate policies", *Review of Financial Studies*, 22, pp. 3941-3976.

18. Davis, G. F., Kim E.H. (2005), “Would mutual funds bite the hand that feeds them? Business ties and proxy voting”, Working Paper .
19. Falaye, O., V. Mehrotra, and R. Morck (2004). When labor has a voice in corporate governance. <http://papers.ssrn.com=498962>.
20. Gervasoni, A. and Sattin, F. (2004). *Private Equity e Venture Capital. Manuale di Investimento nel Capitale di Rischio*. Guerini e Associati. Milano:Italy.
21. Gillan S.L., Starks L. (2007), “The evolution of shareholder activism in the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, pp. 55-73.
22. Gillan S.L., Starks L. (2000), “Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors”, *Journal of Financial Economics*, 57, pp. 275-305.
23. Greenwood R., Schor M. (2009), “Hedge fund investor activism and takeovers”, *Journal of Financial Economics*, 92, pp. 362-375.
24. Grossman S.J., Hart O.D. (1980), “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the corporation”, *The Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.
25. Hu H., Black B. (2006), “The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership”, *Southern California Law Review*, 79, pp. 811-908.
26. Kahan M., Rock E.B. (2007), “Hedge funds in corporate governance and corporate control”, *University of Pennsylvania Law Review*, 155, pp. 1021-1093.
27. Karpoff J. (2001), “The impact of shareholder activism on target compagnie: a survey of empirical findings”, Working paper, University of Washington.
28. Karpoff J., Malatesta P., Walkling R (1996), “Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence”, *Journal of Financial Economics*, 42, pp. 365-395.
29. Klein A., Zur E. (2010), “The impact of hedge fund activism on the target firm’s existing bondholders”, working paper.
30. Klein A., Zur E. (2009), “Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors”, *Journal of Finance*, 64, pp. 187-229.

31. Klein A., Zur E. (2006), "Hedge Fund Activism", Working Paper, New York University.
32. Linn S.C., McConnell J.J. (1983), "An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 361–399.
33. Lipton M., Rosenblum S.A. (1991), "A new system of corporate governance: the quinquennial election of directors", *University of Chicago Law Review*, vol. 58, 187-253.
34. Manne H.G. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.
35. Mehran. H. (1992), "Executive incentive plans, corporate control, and capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, 539-57.
36. Mietzner M., Schweizer D. (2008), "Hedge fund versus private equity funds as shareholder activists – differences in value creation", working paper, European Business School.
37. Moeller S., Schlingemann F., Stulz R. (2005), "Wealth destruction on a massive scale", *Journal of Finance*, 60, pp. 757-782.
38. Piluso F. (2001), "Contendibilità, corporate governance ed efficienza organizzativa. Riflessioni sul caso Telecom Italia" in *Banche e Banchieri*, 5.
39. Roe M. (1994). *Strong managers, weak owners: the political roots of American Corporate Governance*. Princeton University Press. Princeton: NJ.
40. Roe M. (1994), "Corporate law's limits", *Journal of Legal Studies*, 31, pp. 233-271.
41. Roll R. (1986), "The hubris hypothesis of corporate takeover", *Journal of Business*, 59, pp. 197-216.
42. Romano R. (1993), "Public pension fund activism in corporate governance reconsidered", *Columbia Law Review*, 93, pp. 795-853.
43. Romano R. (2001), "Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance", *Yale Journal on regulation*, 18, pp. 174-251
44. Shleifer A., Vishny R. (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 295-311

45. Shleifer A., Vishny R. (1986), "Large shareholder and corporate governance", *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
46. Stokman N.W.A. (2008), "Influences of hedge fund activism on the medium term target firm value", working paper, Erasmus University Rotterdam.
47. Uchida K., Xu P. (2008), "US barbarians at the Japan gate: cross border hedge fund activism", Bank of Japan Working Paper, series n° 08-E-3 February.
48. Wahal S. (1996), "Pension fund activism and firm performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 1-23.