

LE IDEE

LE SFIDE DELLA GOVERNANCE

LA MANO VISIBILE

LA REGOLA DELLA SEC CHE APRE I CDA AGLI ATTIVISTI: QUANDO IL MERCATO FA BENE ALLE AZIENDE

Alessandro De Nicola

L'aumento delle campagne per influire sulle scelte delle quotate preoccupa molte corporation, che corrono ai ripari cambiando gli statuti. Ma se sono tese a stimolare l'efficienza dei manager, le iniziative delle minoranze hanno effetti di lungo termine positivi

La settimana scorsa il mondo delle corporation americane ha vissuto un po' di turbamento. Infatti, si sono svolte le elezioni per il consiglio di amministrazione di Masimo, una società che produce apparecchi e soluzioni tecnologiche per il settore sanitario ed ha una capitalizzazione di borsa di 8,5 md di dollari (per dare il senso delle proporzioni, Telecom, Leonardo o Unipol in Borsa valgono meno di così). Ebbene, dopo una lunga battaglia per assicurarsi le deleghe, il fondo attivista Politan ha ottenuto ben 2 dei 5 membri del board. Hanno votato a suo favore la maggioranza dei 20 azionisti più rilevanti di Masimo anche a seguito delle raccomandazioni delle società di consulenza specializzate Institutional Shareholders Services e Glass Lewis.

Il fondo, che detiene il 9% della società, si è avvalso di una recente norma approvata dalla Securities Exchange Commission (Sec, l'autorità dei mercati finanziari statunitense) che consente di votare singoli candidati nel Cda, un po' come mettere le preferenze alle elezioni politiche. Questa nuova regola ha molto incoraggiato le iniziative dei soci attivisti che potremmo sinteticamente definire come chi utilizza la sua partecipazione in una società quotata in Borsa per esercitare pressioni sul management affinché adotti un determinato approccio. Invero, prendendo come esempio l'elezione di candidati indipendenti e alternativi a quelli della lista di maggioranza o presentata dal consiglio uscente, dall'1 giugno 2022 al 31 maggio di quest'anno essi sono stati ben 88 contro i 77 dell'anno passato.

L'approvazione della norma da parte della Sec

aveva peraltro creato numerose preoccupazioni da parte di chi paventava il disturbo nelle assemblee societarie da parte di azionisti poco interessati al buon funzionamento e alla redditività dell'impresa ma a loro particolari fini, sia di lucro che politico-sociali. Le grandi società quotate hanno pertanto cominciato a cambiare gli statuti per rendere più difficile la vita ai "disturbatori" ma questo non li ha scoraggiati. E, in effetti, gli attivisti raramente sono sognatori che combattono le battaglie per la pace nel mondo o la foca monaca, ma piuttosto fondi pensione, hedge fund, investitori individuali come il famoso Carl Icahn, fondi di investimento o di private equity.

Le risoluzioni che vengono approvate dall'assemblea hanno spesso a che fare con una migliore governance del gruppo, sia a livello assembleare che di consiglio (81% dei casi, secondo la Harvard Law School), compenso degli amministratori (un argomento particolarmente sensibile negli Usa dove i ceo sono strapagati rispetto al resto del mondo), contributi politici e solo nel 32% dei casi riguardano il cambiamento climatico.

In Italia il potere dell'assemblea e degli azionisti è lievemente superiore a quello che si registra negli Stati Uniti. Le liste di minoranza sono in vigore da lustri e - salvo alcuni casi particolari - in genere rappresentano "il mercato", vale a dire gli investitori istituzionali. I soci hanno soglie basse per far inserire argomenti all'ordine del giorno, votano il bilancio, eleggono i sindaci, mentre quelli di minoranza hanno più difficoltà che negli Usa per far causa agli

amministratori. La domanda che dobbiamo tuttavia porci è la seguente: la presenza di azionisti attivisti rappresenta un bene o un fardello per le imprese quotate?

Orbene, in questi anni è stata vivace la dialettica tra chi propugna lo *shareholder value* e la visione contrattualistica della società il cui scopo dovrebbe essere aumentare il benessere degli azionisti e chi invece ritiene che l'impresa debba rispondere anche agli *stakeholders* (dipendenti, creditori, clienti, comunità locali, fornitori). Ci sono infine i cosiddetti istituzionalisti per i quali l'impresa ha interessi e valori propri che non necessariamente coincidono con quelli dei soci né, d'altra parte, con quelli degli *stakeholders*.

Ebbene, l'esperienza fin qui fatta sembra dimostrare che quando hanno i giusti strumenti giuridici a disposizione, i soci di minoranza mirano a massimizzare il valore a lungo termine della società. Possono essere molesti o aggressivi o motivati principalmente dal loro *self-interest* ma, come avrebbe detto Adam Smith, l'azionista «perseguito il proprio interesse frequentemente promuove quello della società [civile] più efficacemente di quando intende realmente promuoverlo». Persino quando vengono votate risoluzioni relative ai principi Esg, l'ottica assembleare è che la mancanza di trasparenza da parte della società sui rischi legati al cambiamento climatico o pratiche inadeguate per la salute o sicurezza sul lavoro siano comportamenti pericolosi innanzitutto per il valore e la sostenibilità della società, per lo *shareholder value*, insomma. Gli studi più recenti notano un declino della performance societaria immediatamente dopo una campagna di soci attivisti, seguita da una ripresa, specialmente quando si richiede una rappresentanza all'interno dei cda o il rispetto dei diritti degli azionisti (Barros, Guedes et alii, 2023); meno efficaci sono le campagne che cercano di influire su singole operazioni e strategie.

Questa dovrebbe essere la direzione da prendere: laddove una maggiore vigilanza stimola l'efficienza dei manager, pretendere di governare l'impresa al loro posto dall'assemblea è invece illusorio.