

2 0 0 8



**Seminario
interdisciplinare
sul tema
Etica, economia e
diritto**

Genova, 12 dicembre 2008

Andrea Zanoni

**ETICA DELLA FINANZA E
ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI
ISTITUZIONALI**

SOMMARIO: 1. *Introduzione* – 2. *Etica della finanza* – 3. *Un caso particolare: l'attivismo degli hedge funds*

1. Introduzione

In questo scritto intendo (i) svolgere alcune considerazioni di carattere generale sul rapporto tra etica, economia e diritto, ed in particolare sul ruolo dell'etica nel mondo finanziario, e (ii) condurre in una prospettiva di analisi economica del diritto un'analisi costi-benefici dell'attivismo degli investitori istituzionali (e in particolare degli *hedge funds*, di seguito "HF") nei mercati finanziari.

La prima parte dello scritto (Parte generale) riguarda le istanze etiche sentite (e non sentite) nel mondo della finanza, anche alla luce dei recenti scandali finanziari (quali Enron e Parmalat), della crisi dei mutui e dei fallimenti di alcune istituzioni bancarie. In questa parte, descrivo il rapporto tra etica e diritto nelle principali teorie filosofico-economiche moderne, soffermandomi sulle problematiche affrontate da questi differenti approcci; quindi, nel quadro di tali impostazioni teoriche, analizzo in particolare le problematiche affrontate dall'opera di Amartya Sen, economista indiano che ha recentemente posto con forza all'attenzione del pubblico la distanza tra il mondo economico-finanziario e le istanze etiche.

La seconda parte dello scritto (Parte speciale) riguarda l'ambito specifico degli investitori istituzionali (quali fondi di investimento e fondi pensione), con particolare riferimento agli HF. Gli HF costituiscono una speciale categoria di investitori istituzionali che ha recentemente assunto notevole importanza nel panorama globale dei mercati finanziari, come evidenziato nella Parte speciale. In questa Parte viene svolta, in una prospettiva di analisi economica del diritto, un'analisi dei costi e dei benefici apportati da tali soggetti sia in termini generali ai mercati finanziari nel loro insieme, sia alle singole società in cui essi investono. Si conclude che, come dimostra una famosa e contestata operazione descritta tra breve, non sempre una pura analisi costi-benefici riesce a prendere in considerazione e dare risposte a problematiche etiche specifiche, quale quelle coinvolte in tale operazione.

Prima di passare oltre, è utile ai fini dello svolgimento dell'elaborato descrivere brevemente la accennata contestata operazione di acquisizione, recentemente analizzata nella letteratura giuridico-economica statunitense. L'HF Perry Corp. era proprietario di 7 milioni di azioni della società King Pharmaceuticals. La società Mylan Laboratories a fine 2004 aveva deciso di acquisire King Pharmaceuticals attraverso una fusione con concambio in azioni e pagamento di un premio elevato (cioè valorizzando King più di quanto valesse in quel momento sul mercato). Tuttavia, all'annuncio della fusione, il prezzo della azioni della società acquirente Mylan subì una forte perdita. Per aiutare gli amministratori di Mylan ad ottenere l'approvazione della fusione da parte dell'assemblea, Perry acquistò sul mercato una partecipazione pari al 9,9% di Mylan – diventandone l'azionista di maggioranza relativa – ma si coprì dal rischio associato alla sua partecipazione in questa società. In questa situazione, Perry aveva diritti di voto che equivalevano al 9,9% del capitale sociale di Mylan ma nessuna "proprietà economica" (vale a dire, il rischio sopportato da Perry rispetto alle azioni di Mylan era nullo). Se si tiene conto delle azioni che l'HF possedeva anche in King (cioè la società target), l'interesse economico complessivo di Perry risultava negativo (cioè Perry avrebbe guadagnato se il prezzo delle azioni di Mylan fosse diminuito).¹

¹ Il caso è stato recentemente studiato da Shaun Martin e Frank S. Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL. L. REV. 775 (2005); Henry T.C. Hu e Bernard S. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811 (2007) [di seguito Hu e Black, *The New Vote Buying*], (che utilizzano il termine "new vote buying" per descrivere in termini generali il fenomeno e definiscono "empty voting" invece la situazione in cui i diritti di voto eccedono la "proprietà economica"). Vedi anche Robert Thompson, *The Limits of Hedge Fund Activism*, Berkeley Law and Economics Workshop, 7/2006, disponibile su



Questo caso è rappresentativo del nuovo ruolo svolto dagli HF sui mercati finanziari. Tale nuovo ruolo è caratterizzato (i) da un diretto coinvolgimento degli HF nel mercato del controllo societario, vale a dire delle operazioni di acquisizione e scalate societarie (attraverso l'intervento a favore della società acquirente o della società target), e (ii) dall'utilizzo di nuovi strumenti forniti dall'innovazione finanziaria (derivati, vendite allo scoperto, riporto, vendita del voto), che permettono di separare i diritti di voto dal rischio economico collegato alla posizione di azionista. Quando questi elementi sono utilizzati contemporaneamente, come nel caso dell'operazione King-Mylan, oltre ad una distorsione degli incentivi dell'HF, è evidente che sorgono nuove problematiche etiche, nella misura in cui l'HF potrebbe favorire una operazione che danneggia gli altri azionisti della società.² In questo senso, la problematica qui sollevata sarebbe una nuova forma di conflitto di interessi, non più tra azioni e amministratori, o tra azionisti di maggioranza e di minoranza, ma tra una categoria specifica di azionisti e tutti gli altri partecipanti alla compagine sociale.

2. Etica della finanza

In questa parte generale, dapprima analizzo il rapporto tra etica, diritto ed economia assunto nelle principali teorie filosofico-economiche moderne, soffermandomi sulle problematiche affrontate e (non) risolte da questi differenti approcci; in seguito, in questo quadro teorico, mi concentro in particolare sulle problematiche

http://repositories.cdlib.org/berkeley_law_econ/Fall2006/7/, a pag. 16 (che usa il termine “*shell voting*”); Marcel Kahan e Ed Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PENN. L. REV. 1021, 1075 (2007); Robert Thompson e Paul Edelman, *Corporate Voting*, SSRN wp, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1156901>, a pag. 1; Iman Anabtawi e Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, SSRN wp, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1089606>, passim. In Italia, Guido Ferrarini, *I derivati azionari nel governo societario* (che analizza i casi americani comparandoli a casi europei di “svuotamento” del voto).

² Hu e Black, *The New Vote Buying*, *supra* nota 1, a pag. 826. Una situazione simile al caso King-Milan è descritta da Henry T.C. Hu e Bernard S. Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. PENN. L. REV. 625, 634 (2008) [di seguito Hu e Black, *Empty Voting III*] (che descrivono la offerta del marzo 2006 da parte della società Multi-Fineline Electronix per l'acquisto della società di Singapore MFS Technologies) e in Thompson e Edelman, *supra* nota 1, a pag. 31 (che descrivono il caso AXA-Mony).

affrontate dall'opera di Amartya Sen,³ autore che ha recentemente richiamato l'attenzione sul rapporto tra etica, diritto ed economia moderna.

In questa prima parte, passo brevemente in rassegna le problematiche etiche affrontate dalle principali teorie etiche sviluppate nella moderna dottrina economico-filosofica, e in particolare dalle seguenti teorie: (i) utilitarismo; (ii) teorie dei diritti; (iii) contrattualismo; e (iv) convenzionalismo.⁴

(i) L'utilitarismo moderno (J. Bentham, R.M. Hare e J.C. Harsanyi) è basato sul concetto di utilità personale, che può essere definito come la misura delle preferenze di un certo individuo, tra una serie di possibili azioni alternative. La funzione di utilità misura quindi le preferenze personali di ciascun individuo e permette di ordinare tali preferenze. Tale modalità di misurazione non fornisce però valori assoluti di utilità in quanto l'unità di misura dell'utilità è arbitraria. Dal punto di vista morale, la regola di scelta dell'utilitarismo morale è la massimizzazione della somma delle utilità personali. Dal momento che la funzione di utilità non fornisce però valori assoluti, non è possibile sommare le misurazioni ottenute con tali funzioni di utilità, con la importante conseguenza dal punto di vista morale che non è possibile confrontare la misura delle preferenze degli individui.

A tale problema è stata proposta una soluzione (J.C. Harsanyi) che permette di effettuare un confronto interpersonale di preferenze, attraverso le cd. preferenze estese (vale a dire, la valutazione se una certa azione sarebbe preferita ad altre secondo la migliore stima della decisione che sarebbe presa da ciascun individuo di un certo gruppo). Senza entrare in dettagli tecnici, questo permette di applicare la regola di massimizzazione della utilità attesa. Per ogni azione, infatti, un individuo deve valutare l'utilità che egli avrebbe qualora fosse ciascuno degli individui, moltiplicata per la probabilità di essere quell'individuo. Una certa azione è pertanto scelta se massimizza la media dell'utilità di tutti gli individui (regola di scelta dell'utilitarismo morale).

Pertanto, tale teoria presenta, tra gli altri, il difetto di essere difficilmente applicabile nel caso di scelte collettive, in quanto differenti individui potrebbero assegnare differenti valutazioni ai confronti interpersonali di utilità e quindi alla azione da scegliere.

Infine, passando da un punto di vista individuale alla prospettiva delle istituzioni economiche (Stato e mercato), in termini

³ Vedi Amartya Sen, *ETICA ED ECONOMIA*, Laterza, 1988.

⁴ Tutte analizzate nella prospettiva dell'etica degli affari da Lorenzo Sacconi, *ETICA DEGLI AFFARI*, Il saggiatore, 1991, Cap. 3.



generali l'utilitarismo non giustifica l'intervento dello Stato nell'economia, se non nei limiti dei cd. fallimenti del mercato, vale a dire delle situazioni in cui il mercato non è perfettamente concorrenziale (beni pubblici, asimmetrie informative, monopolio naturale, oligopoli). In queste situazioni l'intervento dello Stato è giustificato nella misura in cui l'intervento permetta il passaggio da una posizione socialmente meno efficiente ad una posizione socialmente più efficiente (fino a quella pareto-ottimale).⁵ Peraltro, l'utilitarismo, a differenza di altre economie del benessere, non tiene in conto solo l'efficienza sociale, ma si preoccupa in qualche misura anche della giustizia distributiva (attraverso lo strumento della tassazione), nel senso che a parità di somma totale delle utilità di due individui (es. la somma delle utilità di Tizio e Caio è 100), viene preferita dall'utilitarismo la posizione in cui la differenza di utilità tra i due individui è minore (es. Tizio: 60, Caio: 40) rispetto al contrario (es. Tizio: 70, Caio: 30).

(ii) L'utilitarismo è stato fortemente criticato anche da recenti teorie dei diritti, che in termini generali hanno individuato la fondamentale debolezza dell'utilitarismo nella mancata attenzione all'individuo inteso come soggetto autonomo, attivo o passivo, titolare di diritti (Locke, Dworkin). E' per esempio famosa la critica in base alla quale l'utilitarismo ammetterebbe situazioni anche riprovevoli nei confronti di una piccola minoranza (schiavitù, soppressione di alcuni diritti fondamentali) nella misura in cui questo massimizasse l'utilità nel suo complesso. Le teorie dei diritti hanno assunto diverse declinazioni filosofico-economiche ma, in termini generali, sono caratterizzate dal fatto che esse pongono a proprio fondamento i diritti morali, i quali precedono l'ordinamento giuridico.

La teoria libertaria dei diritti (Nozick) considera i diritti come sfere di libertà che non devono essere violate da intrusioni da parte degli altri individui. In questa visione, l'etica non è il fine delle azioni, ma il limite delle stesse. In questa prospettiva, il valore morale della teoria risiede nei divieti nel senso che i diritti sono visti come vincoli alla libertà di ogni individuo. Rispetto all'utilitarismo, tale teoria non permette la violazione dell'autonomia decisionale degli individui neanche attraverso eventuali giustificazioni di efficienza sociale. Pertanto, sotto il profilo della giustificazione morale del mercato, qualora nel mercato avvengano scambi volontari di beni e servizi e non venga violato il diritto di proprietà di alcun individuo, non vi sono ragioni per alcuna redistribuzione delle risorse e del reddito, anche qualora la allocazione finale non sia socialmente efficiente (nel

⁵ L'ottimo di Pareto (o efficienza paretiana) si raggiunge quando l'allocazione delle risorse è tale che non si può migliorare la condizione di un soggetto senza peggiorare la condizione di un altro.

senso paretiano) in quanto derivante per esempio da una concorrenza imperfetta.

Una differente teoria dei diritti (Dworkin) pone quale diritto fondamentale il diritto alla eguaglianza, nel senso che considera ogni individuo ugualmente meritevole di considerazione e rispetto. Tale impostazione, fondata sull'idea kantiana di dignità umana, considera i diritti come principi morali che regolano i rapporti non tanto tra individui, quanto tra individui e Stato. Quindi, i diritti, qualora rispettino certe caratteristiche, permettono agli individui di opporsi e superare gli obblighi imposti dalle scelte pubbliche. Sotto il profilo del mercato, la eguaglianza dei diritti si esprime in eguaglianza delle opportunità, nel senso che l'intervento dello Stato è giustificato per colmare le disuguaglianze produttive degli individui.

(iii) Il contrattualismo (nelle sue diverse inclinazioni) si fonda sul comune presupposto che gli individui, nell'effettuare le proprie scelte, sono dotati di ragione, e scelgono razionalmente le istituzioni sociali e gli accordi da concludere con gli altri individui.

Il contrattualismo ideale moderno (Rawls) ha aspirazioni di applicazione universale e assume che l'individuo razionale, nell'effettuare le proprie scelte, (a) non è condizionato da alcuna circostanza o stato psicologico particolare, (b) sia determinato dall'autointeresse, riconoscendo un vantaggio reciproco nella cooperazione, nonostante l'esistenza di un conflitto distributivo, e che (c) l'informazione a disposizione di ciascun individuo è così ridotta da eliminare differenze nel ragionamento svolto da ciascuno (tale modello di scelta razionale è conosciuto come "posizione originaria").

In tale posizione, ogni individuo sceglierebbe in base al criterio del massi-minimo, vale a dire sceglierebbe la posizione di chi sta peggio e poi, nell'ambito di questa, l'alternativa nella quale tale posizione è migliore. Da questo il contrattualismo ideale fa discendere i seguenti principi di giustizia distributiva: (1) ogni persona ha uguale diritto al più esteso sistema di libertà fondamentali compatibili con un similare sistema di libertà per tutti gli altri; (2) le disuguaglianze economiche e sociali devono essere regolate in modo tale che (a) siano connesse a cariche, posizioni e carriere aperte a tutti e (b) tornino a massimo beneficio dei più svantaggiati. Attraverso questi principi, il contrattualismo ideale permette di fornire una valutazione di ogni istituzione sociale in termini di giustizia ed è quindi applicabile universalmente.

Tale teoria della giustizia come equità è stata fortemente criticata, soprattutto in quanto è stato sostenuto che gli individui non adotterebbero nelle proprie decisioni il criterio del massi-minimo ma



qualche altro criterio di decisione razionale e che alcune assunzioni poste alla base della posizione originaria non sono realistiche (per es. si veda qui di seguito la assunzione accolta dalla teoria del contrattualismo reale in tema di decisione razionale).

Il contrattualismo reale moderno (Buchanan e Gauthier), a differenza del contrattualismo ideale, ove la decisione razionale è svincolata da circostanze fattuali o stati psicologici particolari, implica che i soggetti del contratto sono individui che tendono separatamente a massimizzare la soddisfazione delle proprie preferenze (utilità) date le informazioni in loro possesso. Tale teoria ha variamente affrontato uno dei principali problemi che tale impostazione solleva, vale a dire l'ingresso nella società, che è idealmente esemplificato dal dilemma del prigioniero. La situazione del dilemma del prigioniero dimostra che, in assenza di regole, due individui sono portati a defezionare piuttosto che a cooperare perché la defezione è la strategia che massimizza il loro valore aspettato (strategia dominante), nonostante la strategia cooperativa sia socialmente più efficiente. Tale teoria ha quindi proposto l'introduzione di una serie di norme giuridiche, per es. prevedendo la proprietà privata e l'autorità pubblica, che vieti o penalizzi comportamenti opportunistici (cioè la defezione).

Successivamente, tale soluzione "normativa" è stata perfezionata nella variante della massimizzazione vincolata, che tiene in conto non solo della razionalità individuale, attraverso la massimizzazione del valore aspettato dall'individuo, ma anche della efficienza sociale. La massimizzazione vincolata implica che ogni individuo massimizzi la propria utilità a condizione che anche gli altri individui massimizzino le loro utilità, con la conseguenza che verranno selezionate solo le azioni che permettono di raggiungere situazioni socialmente efficienti (pareto-ottimali), ove la somma delle utilità dei due soggetti cooperanti è maggiore della somma delle utilità dei due soggetti nelle situazioni di defezione.

(iv) Infine, il convenzionalismo morale (Hume, von Hayek) come il contrattualismo assume la presenza di un decisore razionale, ma a differenza del contrattualismo non accetta il presupposto che le decisioni di ciascun individuo siano protette da un accordo o contratto in forza del quale sono assunte le decisioni collettive. Le decisioni vengono invece assunte in forza di una convenzione, vale a dire una modalità di comportamento assunta da un individuo sul presupposto che anche gli altri individui si attengano ad essa. Questo approccio tenta di superare i problemi derivanti da situazioni tipo dilemma del prigioniero attraverso una soluzione basata sul tempo e l'apprendimento nel tempo. Infatti, i comportamenti opportunistici che tipicamente si evidenziano in situazioni tipo dilemma del prigioniero possono essere superati e sostituiti da comportamenti

cooperativi e virtuosi se gli individui considerano l'interazione tra di loro nel tempo, rendendosi così conto dei vantaggi derivanti dalla cooperazione reciproca. Chiaramente gli individui cooperano fino a che anche gli altri soggetti cooperano o quantomeno fino a quando hanno l'aspettativa che anche gli altri soggetti cooperino. Pertanto, i soggetti che defezionano unilateralmente rischiano di compromettere il sistema basato su una convenzione mutuamente vantaggiosa. In questo senso, nel convenzionalismo la riprovazione morale ha la sua base razionale e si indirizza nei confronti degli individui che violano unilateralmente la convenzione sociale.

Il convenzionalismo morale chiama poi "regole di condotta" le convenzioni mutuamente vantaggiose che costituiscono anche i valori morali della società. Tali convenzioni emergono spontaneamente e pertanto difficilmente possono avere contenuto positivo. Avendo pertanto carattere solamente negativo, il convenzionalismo morale non accetta proposte di giustizia distributiva, ma ammette solo regole di condotta che non introducano né discriminazioni né vantaggi a favore di alcun individuo. Questo approccio ha importanti risvolti sotto il profilo del mercato, nel senso che la concorrenza, anche se imperfetta, è ritenuta lo strumento di organizzazione del sistema economico che offre i risultati comparativamente migliori rispetto ad altre modalità di organizzazione.

Conclusa l'analisi del quadro dei risvolti morali delle moderne teorie economiche, in questa seconda parte, mi concentro sulle problematiche sottese all'opera dell'economista indiano premio Nobel Amartya Sen.

Nel suo lavoro, Sen torna alle origini filosofiche dell'economia e al suo stretto legame con l'etica. Sen critica le assunzioni delle moderne teorie economiche avanzando che (anche) istanze etiche stanno alla base delle decisioni comportamentali prese dai diversi soggetti coinvolti nell'ambito economico.

Il lavoro di Sen ha un ampio respiro teorico e analizza i fondamenti delle moderne teorie economiche alla luce dei principi filosofici alla loro origine. L'autore rileva che le teorie economiche moderne (quale la teoria dell'economia del benessere che ha dominato la scienza economica negli ultimi cento anni) sembrano troppo restrittive. In termini generali, la teoria del benessere si fonda sull'assunto che la razionalità del comportamento umano si identifica con il raggiungimento e la massimizzazione dell'interesse personale (cd. utilità). Questa struttura di comportamento umano (secondo cui ogni individuo massimizza la propria funzione di utilità) consiste in tre elementi:



(i) il benessere personale egoistico. Il benessere di una persona dipende solo dai suoi consumi (e in particolare non comporta nessuna simpatia o antipatia per gli altri);

(ii) gli obiettivi di benessere personale. L'obiettivo di una persona è la massimizzazione del proprio benessere (ciò che, in particolare, non comporta l'assegnazione di una importanza diretta al benessere degli altri);

(iii) le scelte basate su obiettivi personali. Ciascuna scelta delle persone è guidata dal perseguimento degli obiettivi personali (e in particolare non ci sono limitazioni o adattamenti della scelta in ragione del riconoscimento della reciproca interdipendenza dei successi personali).⁶

Sen avanza che nella realtà il comportamento umano è guidato non solo da questi tre elementi. Considerazioni di natura etica possono fare preferire la massimizzazione di qualche altro obiettivo diverso dal benessere della persona (a differenza di quanto predetto dal punto ii) o possono anche indurre reazioni che fanno sì che il benessere personale si basi su un fondamento più ampio del consumo personale (a differenza di quanto predetto dal punto i). Dimostrare che il comportamento di una persona sia condizionato (anche) da considerazioni sociali (per esempio, nel senso di benessere di un gruppo piuttosto che di un singolo individuo) o etiche, e non solo da obiettivi personali (come invece è predetto dal punto iii) è, come ammette lo stesso autore, il punto più arduo. Egli tuttavia, anche attraverso il ricorso ad alcuni studi di teoria dei giochi sul tema di dilemma del prigioniero, dimostra con rigore logico anche questo punto.⁷

In definitiva, a prescindere dagli strumenti tecnici utilizzati, l'autore ritiene che l'economia non può ridursi a predire il comportamento umano con il solo perseguimento dell'interesse personale e a misurare la bontà di una certa azione o situazione con la ottimalità paretiana. La scienza economica può essere più produttiva (e corretta da un punto di vista tecnico), nella misura in cui tenga conto anche delle considerazioni di natura etica che informano il comportamento umano. Tali considerazioni possono derivare da svariate esperienze etiche diverse, quali una cordialità o simpatia verso altri, l'impegno a favore di una causa o un certo costume sociale, ma vanno nondimeno tenute in conto.

Infine, vanno rilevate alcune critiche al pensiero di Sen. L'economista indiano ha sostenuto la tesi secondo cui il rispetto delle

⁶ Sen, *supra* nota 3, a pagg. 99-100.

⁷ Sen, *supra* nota 3, a pagg. 101-109.

norme e dell'autoregolamentazione possono fornire un contenuto all'etica degli affari. L'etica però soffrirebbe di una notevole mancanza: da un lato, non avrebbe la natura sanzionatoria delle norme positive e, dall'altro lato, non implicherebbe un disvalore sociale tipico delle regole di autoregolamentazione (ove la sanzione comporta almeno in teoria non tanto una sanzione in senso giuridico, quanto una sanzione in senso "sociale", vale a dire l'esclusione dal gruppo o ostracismo).

3. Un caso particolare: l'attivismo degli hedge funds

In questa Parte speciale, analizzo da una prospettiva di analisi economica del diritto il settore degli HF e concludo che quantomeno in alcuni specifici casi, tale approccio metodologico sembra non dare conto di importanti istanze etiche.

Negli Stati Uniti d'America né il diritto statale né il diritto federale forniscono una definizione di "*hedge fund*". Il mondo della finanza – ed in particolare il mercato statunitense – ha tuttavia assistito negli ultimi anni ad una forte espansione di questo settore, che è recentemente arrivato fino alla soglia dei mille miliardi.⁸ Gli HF sono sofisticati intermediari finanziari che investono in differenti mercati (valute, merci, derivati, azioni e debito). Il settore è sostanzialmente non regolato, essendo di fatto esentato dalle principali norme in materia di mercati finanziari contenute nel Securities Act del 1933, nell'Investment Company Act del 1940, e nel Securities Exchange Act del 1944. Nonostante la Securities and Exchange Commission (SEC) abbia sottoposto nel 2004 i gestori di HF al regime di registrazione previsto dall'Investments Advisers Act del 1940, gli HF sono attualmente esentati anche da tali norme, come è stato deciso da una successiva sentenza della corte di appello federale.⁹

Da un punto di vista giuridico, gli HF non sono nati come intermediari finanziari originariamente esentati dalle norme dei mercati finanziari, ma si sono strutturati in fondi di investimento che ne hanno sfruttato le lacune normative. Per questi motivi, da un punto di vista economico, gli HF possono ricorrere a strumenti (per es. strategie di investimento) che la legge non ammette per gli altri tradizionali investitori istituzionali (per es. fondi di investimento o fondi pensione). In primo luogo, gli HF possono ricorrere ad un rapporto debito/capitale assai più elevato e permissivo di quello

⁸ Troy Paredes, *On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission*, 2006 U. ILL. L. REV. 975, 976 (2006).

⁹ Vedi la sentenza *Goldstein v. SEC*, 451 F.3d 873 (C.A.D.C. 2006).



generalmente impiegato dagli altri fondi di investimento.¹⁰ In secondo luogo, gli HF possono ricorrere alle vendite allo scoperto, tenendo così posizioni che beneficiano quando i valori di mercato decrescono.¹¹ Infine, in termini generali, gli HF possono avere meno liquidità degli altri fondi di investimento.¹²

Questo spiega il ruolo finanziario tradizionalmente forte ricoperto dagli HF, che spesso impiegano strategie di investimento fondate sul breve periodo e sulle vendite allo scoperto, sostanzialmente scommettendo contro il mercato. Le loro strategie di investimento e la frequenza e dimensione delle loro transazioni (vale a dire la decisione di investire nel capitale sociale di certe società) al contrario hanno un effetto benefico sulla liquidità e sulla efficienza dei mercati finanziari, come vedremo tra breve. In ragione di questo ruolo finanziario svolto, gli HF non sono mai stati tradizionalmente interessati alla sfera del governo societario o del mercato del controllo societario. Tuttavia, alcuni HF sono stati recentemente coinvolti in operazioni di acquisizione, dal lato dell'acquirente o da quello del venditore, e questo ha sollevato alcune rilevanti problematiche. Le ragioni di tale attivismo non sono facili da individuare. Alcuni autori hanno suggerito che gli HF hanno importanti incentivi *finanziari* che li spingono ad essere attivi anche sotto il profilo del governo societario.¹³

L'analisi costi-benefici dell'attivismo degli HF sembra suggerire che i benefici siano superiori ai costi, o quantomeno li eguagliano. Premesso ciò, sembra ragionevole sostenere che, in termini generali, l'attivismo degli HF non dovrebbe essere avversato in quanto può portare benefici alla *corporate governance* delle società in portafoglio e ai mercati finanziari nel loro complesso.

Da un punto di vista dell'analisi costi-benefici, la attività degli HF implica tre costi: (i) rischio sistemico, (ii) selezione avversa, e (iii) costi di agenzia legati al mutamento della struttura proprietaria. A questi costi, potrebbe aggiungersi un costo legato alla recente crisi finanziaria, nella misura in cui vi siano prove che l'attività degli HF abbia avuto qualche influenza su tale crisi. Una ricerca di questo tipo va peraltro oltre l'ambito della presente analisi.

¹⁰ Kahan e Rock, *supra* nota 1, a pag. 1062 (i quali riportano che il 30% degli HF ricorre ad un rapporto debito/capitale superiore a 2). Vedi anche Frank S. Partnoy e Randall S. Thomas, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, SSRN wp, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=931254>, a pag. 29.

¹¹ Vedi Partnoy e Thomas, *supra* nota 10, a pag. 29.

¹² Kahan and Rock, *supra* nota 1, a pag. 1063.

¹³ Thompson, *supra* nota 1, passim; Paredes, *supra* nota 8, a pag. 982 nota 27; Kahan e Rock, *supra* nota 1, a pag. 1069.

Le caratteristiche degli HF, in particolare un elevato rapporto debito/capitale ed il ricorso alle vendite allo scoperto, aggravano il rischio sistemico e creano un'esternalità negativa. Ciò è dovuto principalmente a due ragioni. Gli HF non sono sottoposti agli stessi requisiti di adeguatezza del capitale sociale richiesti agli altri fondi di investimento (nel senso che ai primi è permesso un capitale sociale inferiore rispetto ai secondi), cosicché una perdita ha un impatto potenzialmente più rilevante per la sopravvivenza di un HF. Inoltre, nonostante essi siano denominati “*hedge*” funds (ove *hedge* in inglese contraddistingue le operazioni di copertura dal rischio), gli HF possono ricorrere alle vendite allo scoperto non tanto per coprire le posizioni lunghe, quanto per incrementare l'esposizione in una certa direzione, così incrementando anche la perdita potenziale. Gli HF sono, infatti, incorsi in perdite incredibilmente elevate, subite in un breve periodo, e questo dimostra la natura molto volatile e rischiosa del settore.¹⁴ Tuttavia, importanti insuccessi del passato, come il fallimento del fondo Long-Term Capital Management (LTCM), non hanno tuttavia posto un rischio all'intero mercato, quanto all'integrità dell'investimento degli investitori del fondo, in quel caso principalmente investitori professionali.

Il secondo costo è collegato alla natura “opaca” del settore ed all'esenzione di fatto dalle principali norme in tema di doveri di informazione poste dal diritto dei mercati finanziari. Tal esenzione comporta che gli HF non abbiano sostanzialmente doveri di informazione nei confronti del pubblico. I mercati finanziari sono caratterizzati da asimmetrie informative tra gli emittenti ed il pubblico di investitori e, ai nostri fini, anche tra gli intermediari ed il pubblico degli investitori. Inoltre, i mercati finanziari presentano, in assenza di regolazione, una offerta subottimale di informazioni dagli intermediari agli investitori. Pertanto in assenza di obblighi informativi, anche il settore degli HF è colpito dalla carenza di offerta di informazioni da parte degli HF nei confronti del mercato. In tali situazioni, sorgono problemi di selezione avversa nella misura in cui gli investitori potrebbero selezionare HF con un rendimento scarso, o ancora peggio HF che hanno fatto ricorso a comportamenti fraudolenti o illegali, a scapito di HF più virtuosi. I costi che tali inefficienze comportano sono tuttavia minori nel settore degli HF che altrove. Il problema è moderato dalla natura di investitori

¹⁴ Jenny Strasburg, *Amaranth Says Half of Remaining Fund Capital Returned*, disponibile su <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aATqBNLkr1QI&refer=home> (che riporta una perdita di \$6.6 miliardi nel settembre 2006).



sofisticati ricoperta dai soggetti che investono negli HF e dall'approfondito processo di selezione che tali soggetti svolgono.¹⁵

Il terzo costo potrebbe essere chiamato “costo della struttura proprietaria”, nel senso dei benefici privati del controllo estratti dagli HF dalle società in portafoglio. Per costo della struttura proprietaria, faccio riferimento ai costi che derivano dal cambio nella struttura proprietaria delle società in cui l'PHF decide di investire. Come l'operazione King-Mylan ha mostrato, gli HF hanno iniziato ad acquisire partecipazioni sempre più elevate nelle società in portafoglio.¹⁶ La struttura proprietaria della società muta così da azionariato diffuso ad un azionariato (quantomeno) più concentrato, e una delle principali conseguenze di tale cambiamento consiste nei differenti costi di agenzia coinvolti nelle due strutture proprietarie. Sia la struttura a proprietà dispersa, sia la struttura a proprietà concentrata implica differenti costi di agenzia. La struttura a proprietà concentrata sembra implicare maggiori costi di agenzia.¹⁷ Pertanto, l'attivismo degli HF può essere visto come un elemento che potrebbe incrementare i costi di agenzia sopportati dalle società in cui ha acquisito una partecipazione. Questa conclusione è tuttavia discutibile per una serie di ragioni. In primo luogo, le società a proprietà diffusa sopportano ugualmente severi costi di agenzia, come ad esempio la elevata remunerazione degli amministratori.¹⁸ In secondo luogo, tali costi di agenzia collegati alla proprietà concentrata non dovrebbero emergere immediatamente dopo che l'PHF ha acquisito la sua partecipazione, quanto piuttosto nel lungo termine, dopo che l'PHF ha agito anche sotto il profilo del governo societario (per es. facendo eleggere i suoi candidati nel consiglio di amministrazione della società).

¹⁵ Paredes, *supra* nota 8, a pagg. 992-996.

¹⁶ Per dati empirici sulla misura delle partecipazioni acquistate dagli HF nelle società in portafoglio, vedi April Klein e Emanuel Zur, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, ECGI Working Paper No. 140/2006, disponibile su http://ssrn.com/abstract_id=913362; William W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 GEO. L. J. 1375 (2007).

¹⁷ Alexander Dyck e Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004) (i quali sostengono che in giurisdizioni dove i benefici privati del controllo sono maggiori e i mercati finanziari sono meno sviluppati, la proprietà è più concentrata).

¹⁸ Un esempio di costi di agenzia che hanno toccato le società a proprietà diffusa, in particolare le società statunitensi, è stata la (eccessiva) remunerazione degli amministratori: vedi JESSE FRIED e LUCIAN A. BEBCHUK, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION*, Harvard University Press, 2004 (i quali sostengono che le paghe degli amministratori – se particolarmente elevate – possono essere esse stesse considerate un costo di agenzia).

I benefici creati dall'attivismo degli HF comprendono (i) benefici di liquidità, (ii) benefici di efficienza dei mercati, e (iii) benefici collegati al governo societario.

I benefici in termini di liquidità dei mercati sono palesi e derivano dall'elevato numero di operazioni effettuate dagli HF, per notevoli quantità di controvalore movimentato. E' stato recentemente calcolato che le operazioni effettuate dagli HF ammontano attualmente al 40-50% dell'attività di negoziazione relativa al comparto azionario dei principali mercati finanziari e ad oltre il 70% della attività di negoziazione relativa al comparto delle obbligazioni convertibili e degli *exchange-traded fund* (ETF) negli Stati Uniti.¹⁹

Dal punto di vista dei benefici alla efficienza dei mercati, gli HF svolgono essenzialmente due attività positive per il mercato. In primo luogo, gli HF fanno profitti anticipando i movimenti di mercato, attraverso una attività di arbitraggio, la quale riduce la differenza tra il prezzo corrente di mercato e il prezzo perfetto di mercato (definito come il prezzo che riflette tutte le informazioni disponibili sulla società emittente), in questo modo aumentandone l'efficienza. Un secondo elemento positivo riguarda la funzione di "segnalazione" (*signalling*) delle decisioni di investimento prese dagli HF.²⁰ La decisione da parte di un HF di investire (o disinvestire) in una particolare società può essere interpretata in modo positivo o negativo. Da una parte, l'HF potrebbe decidere di investire perché la società ha un buon rendimento o perché ritiene che il prezzo delle azioni non rifletta il suo pieno valore (vale a dire, che sia sottovalutata); dall'altra parte, l'HF potrebbe decidere di disinvestire nella società perché essa ha avuto uno scarso rendimento o perché l'HF ha già raggiunto un buon profitto dalla speculazione (cioè rivende ad un prezzo assai più alto rispetto al momento dell'acquisto delle azioni). In ogni caso, le decisioni di investimento degli HF hanno una forte valenza di "segnalazione" e aiutano la efficienza informativa dei mercati; in particolare, dati empirici sembrano suggerire che gli HF, a differenza degli altri investitori istituzionali

¹⁹ Vedi Paredes, *supra* nota 8, a pag. 986; e Partnoy e Thomas, *supra* nota 10, a pag. 30 (i quali riportano che gli HF compiono un numero maggiore di operazioni sul mercato rispetto agli altri investitori istituzionali e le loro operazioni corrispondono a circa la metà delle negoziazioni sui mercati regolamentati).

²⁰ Per un inquadramento generale della funzione di "segnalazione", vedi Michael Spence, *Signalling in Retrospect and the Informational Structure of Markets*, 92 AM. ECON. REV. 434 (2002).



attivisti, in linea generale decidono di investire in società con buoni rendimenti ed elevati flussi di cassa.²¹

Infine, gli HF possono esercitare un forte ruolo nelle decisioni relative al governo societario delle società in portafoglio. Essi hanno il potere economico, e probabilmente anche gli incentivi economici, per influenzare tali decisioni e per disciplinare gli amministratori delle società in portafoglio (o almeno minacciare di farlo). In tale senso, è accettata oramai l'idea che gli HF possano portare certi benefici alle società in portafoglio. Gli HF sono intervenuti in diversi ambiti: nel mercato del controllo societario, essi hanno monitorato tanto il desiderio degli amministratori di acquisire società concorrenti quanto i conflitti di interesse in operazioni di acquisto delle azioni dalla minoranza azionaria (*freezeouts*); in operazioni fuori dal settore delle acquisizioni, hanno fatto pressioni per modificare i *business plans* o per garantirsi (e garantire agli altri soci) il pagamento di dividendi, o ancora per migliorare la composizione del consiglio di amministrazione.²² Da ultimo, è già stato accennato che gli HF tendono ad investire in società con elevati flussi di cassa e una bassa esposizione al debito. Dopo l'ingresso degli HF nella compagine societaria, le stesse società risultano maggiormente indebitate e gli amministratori hanno pertanto minore libertà nella acquisizione di società concorrenti. L'attivismo degli HF può quindi avere effetti benefici sulle società nella misura in cui riduce i costi di agenzia collegati a flussi di cassa liberi.²³

In conclusione, i benefici collegati all'attivismo degli HF sembrano superare i relativi costi, o quantomeno compensarli. Questa analisi costi-benefici suggerisce quindi che tale attivismo dovrebbe essere favorito o quantomeno non contrastato. D'altra parte, quest'analisi non prende in considerazione importanti strumenti a cui gli HF fanno ricorso per aumentare il loro attivismo, quali ad esempio l'utilizzo di strumenti derivati che possono portare ad una dissociazione tra il diritto di voto spettante all'HF in una certa società ed i relativi diritti economici. Attraverso tali strumenti, l'HF riesce pertanto a mantenere il diritto di voto nella società eliminando però il

²¹ Klein e Zur, *supra* nota 16, a pag. 4 (i quali riportano che è più probabile che gli HF statunitensi investano in società profittevoli e finanziariamente floride). Per risultati simili, vedi anche Alon Brav, Wei Jiang, Randall S. Thomas e Frank S. Partnoy, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, ECGI Working Paper No. 139/2006, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=948907>, a pag. 2.

²² Vedi Thompson, *supra* nota 1, a pagg. 14-18, 36; Kahan e Rock, *supra* nota 1, a pag. 1022.

²³ Klein e Zur, *supra* nota 16, a pag. 5 (i quali fondano la loro conclusione sulla posizione del Professor Michael C. Jensen).

rischio collegato ad una diminuzione nel valore delle azioni. Questo risultato, definito in letteratura come *empty voting*, può essere combinato con altre decisioni strategiche da parte dell'HF, ad esempio quella di acquistare azioni sia nella società acquirente sia nella società target. La contestata operazione King-Mylan descritta nella parte introduttiva è un esempio estremo di utilizzo di tali tecniche, ove l'HF si trova nella situazione (da lui creata a proposito) di ottenere un profitto tanto maggiore quanto più elevato è il prezzo pagato dalla società acquirente per l'acquisizione della società target. Ciò, ovviamente, a discapito degli altri azionisti della società acquirente che si troverebbero a sborsare un prezzo verosimilmente troppo elevato. A questa nuova problematica, che ha evidenti ricadute etiche, la analisi costi-benefici come è intesa oggi nella odierna teoria economica non riesce a dare risposte soddisfacenti.²⁴

²⁴ In questa prospettiva, è stata recentemente proposta una rivisitazione della tradizionale analisi costi-benefici (CBA), così come è intesa attualmente. Tale proposta di modifica ha lo scopo di includere nella CBA istanze etiche, attraverso l'inserimento di elementi che tengano in considerazione anche limitazioni etiche e morali nella ponderazione dei costi e dei benefici implicati da una certa azione o situazione. Vedi Eyal Zamir e Barak Medina, *Law, Morality, and Economics: Integrating Moral Constraints With Economic Analysis of Law*, 96 CAL. L. REV. 323 (2008).