

Dipartimento di Impresa &
Management

Cattedra di Economia
dell'Impresa, della
Concorrenza e dei Mercati
Globali

IL MORAL HAZARD NELLA GESTIONE D'IMPRESA

Relatore:

Prof. Umberto Monarca

Correlatore:

Prof. Cesare Pozzi

Candidato:

Miriam Nittolo

Matricola 661151

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

INDICE

Introduzione.....	p.4
-------------------	-----

CAPITOLO I

LA TEORIA DELL'INFORMAZIONE. ASPETTI INTRODUTTIVI.

Introduzione.....	p 5
1.1. L'informazione personale come bene economico.....	p.6
1.1.2. La titolarità dell'informazione.....	p.8
1.1.3. La tutela dell'informazione privata	p.9
1.2. Asimmetria informativa e razionalità limitata.....	p.11
1.3. I problemi dell'asimmetria informativa.....	p.13
1.3.1. Azzardo morale (<i>o moral hazard</i>).....	p.13
1.3.2. Selezione avversa (<i>o adverse selection</i>).....	p.16
1.3.3. Il modello di segnalazione di Spence.....	p.19
Conclusioni.....	p.22

CAPITOLO II

IL PROBLEMA PRINCIPALE-AGENTE NELL'IMPRESA. ASPETTI TEORICI.

Introduzione.....	p.23
2.Che cos'è l'impresa e perché nasce.....	p.24
2.1.La Shareholder theory come fondamento della teoria dei costi d'Agenzia e la teoria dei Diritti di Proprietà.....	p.27
2.1.1.La teoria dei costi di Agenzia:l'impresa come insieme di contratti.....	p.27
2.1.2. La teoria dei Diritti di Proprietà. L'impresa come insieme di costi di	

transazione e di diritti di proprietà secondo Coase.....	p.30
2.2. La teoria di creazione di valore per gli Stakeholder.....	p.32
2.3. Il problema di agenzia: principale-agente.....	p.34
2.3.1. Le fonti del conflitto di agenzia manager e azionista.....	p.36
2.3.2. Analisi del modello dinamico principale-agente.....	p.37
2.3.3. I costi di agenzia.....	p.38
2.4. I possibili rimedi al problema della separazione tra proprietà e controllo.	
2.4.1. Vantaggi e svantaggi di un piano d'incentivazione azionario.....	p.40
2.4.2. Le scalate ostili e l'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA).....	p.41
2.4.3. Le strategie di fallimento (<i>bankruptcy strategies</i>).....	p.44
2.4.4. La definizione di un contratto implicito: l'accordo autosanzionante.....	p.45
Conclusioni.....	p.48

CAPITOLO III

QUANDO GLI INCENTIVI GENERANO OPPORTUNISMO.

Introduzione.....	p.49
3. La saldatura tra il diritto societario e le teoria dell'impresa.....	p.50
3.1. La corporate governance delle società quotate.....	p.50
3.1.1. La normativa delle società per azioni quotate.....	p.51
3.2. L'autonomia decisionale e la responsabilità del manager secondo il diritto societario.....	p.53
3.3. L'importanza delle regole di corporate governance.....	p.56
3.3.1. Le possibili soluzioni al problema tra manager e azionista.....	p.57
3.4. La teoria della libertà negativa: quando le stock option generano opportunismo.....	p.58
3.5. Considerazioni conclusive sul contributo delle stock option alla qualità dei piani d'incentivazione.....	p.60

Conclusioni.....	p.62
------------------	------

CAPITOLO IV

IL FATTORE MORAL HAZARD NELLA CRISI. QUANDO LA REGOLAMENTAZIONE INCENTIVA COMPORTAMENTI DI AZZARDO MORALE.

Introduzione.....	p.63
4. Cosa si intende per regolamentazione e perché regolamentare l'attività economica.....	p.64
4.1. La regolamentazione ex ante e regolamentazione ex post: vantaggi e svantaggi.....	p.66
4.1.2.I limiti degli strumenti di controllo.....	p.68
4.2. La ciclicità della regolamentazione.....	p.68
4.3.Le tipologie di regolamenti.....	p.69
4.4.La crisi statunitense dei mutui subprime.....	p.70
4.4.1.Incentivi distorti che hanno causato comportamenti "azzardati"	p.72
4.4.2.Gli effetti della crisi finanziaria sulle imprese.....	p.73
4.4.3.Gli effetti della crisi finanziaria sul sistema bancario italiano.....	p.74
4.5. Il ruolo socio-economico della banca nel mercato finanziario.....	p.76
4.5.1. La garanzia del Fondo Interbancario come forma di opportunismo post contrattuale.....	p.77
4.6."L'ultimo" scandalo italiano: l'azzardo morale delle banche.....	p.79
Conclusioni.....	p.82
 Conclusioni.....	p.83
 Bibliografia.....	p.85

Introduzione

Con questo lavoro ho voluto approfondire il problema del moral hazard ossia dell'opportunismo post contrattuale che si genera tra le parti in presenza di una situazione di asimmetria informativa.

Il problema è stato ricondotto principalmente all'interno dell'impresa per cercare di evidenziare le possibili soluzioni al problema di azzardo morale attraverso i contributi più importanti forniti dalla teoria economica.

In particolare ho rilevato come l'abuso d'incentivi economici da una parte e una regolamentazione particolarmente favorevole dall'altra, favoriscono comportamenti di azzardo morale.

Nel primo caso mi riferisco al problema di agenzia tra manager e azionista in cui la teoria economica è intervenuta nel cercare di allineare l'interesse del management a quello dell'azionista definendo una serie d'incentivi a favore del management.

Nel secondo caso mi riferisco alla regolamentazione del mercato finanziario statunitense che ha incentivato comportamenti di azzardo morale da parte degli agenti economici. Si parlerà dunque della crisi dei mutui subprime le cui ripercussioni sono tuttora evidenti; in pratica il governo attraverso degli incentivi perversi, ha reso le banche più propense al rischio facendo ricadere gli effetti di tali comportamenti sugli investitori e sui contribuenti.

L'elaborato si divide in quattro capitoli.

Il primo è un capitolo introduttivo nel quale vengono esaminati i tre problemi generati dall'asimmetria informativa :azzardo morale, selezione avversa e segnalazione. In seguito mi soffermerò sul problema di agenzia tra manager e azionista evidenziando le possibili soluzioni introdotte dalla teoria economica (secondo capitolo)

Nel terzo capitolo evidenzio come l'abuso degli incentivi economici generi opportunismo e quindi nasce l'esigenza di ridefinirli.

Nel quarto capitolo viene analizzata la crisi dei mutui subprime, dimostrando come anche in questo caso, la presenza di incentivi distorti è causa di azzardo morale.

LA TEORIA DELL'INFORMAZIONE. ASPETTI INTRODUTTIVI

Introduzione

La Teoria dell'informazione si occupa di risolvere quelli che sono i problemi legati all'asimmetria informativa.

L'asimmetria informativa nasce quando gli agenti economici non hanno le stesse informazioni.

Prima di spiegare il motivo di questa divergenza informativa, bisogna soffermarsi innanzitutto su cosa gli economisti intendono per *informazione* e a chi appartenga.

In ultima analisi approfondirò nel dettaglio i tre problemi riguardanti la teoria dell'informazione: il moral hazard, la selezione avversa e la segnalazione.

1.1. L'informazione personale come bene economico.

Le nuove tecnologie di comunicazione hanno trasformato la nostra società: social network, mass media, computer, smartphone hanno stravolto il nostro modo di comunicare.

La comunicazione infatti, è diventata celere, immediata e soprattutto a portata di tutti.

Limitando la trattazione esclusivamente in ambito economico, è necessario porre l'accento sull'importanza dell'informazione senza la quale non sarebbe conveniente nessun tipo di scambio.

Migliore è l'informazione e migliore sarà il mercato.

La storia del credito al consumo ci insegna come un flusso più libero di informazioni personali possa ridurre i costi della concessione del finanziamento. In questo modo si evita uno spreco di risorse finanziarie e si consente al prestatore di fondi di godere di condizioni più favorevoli.

Ogni gesto umano contribuisce a generare informazioni che possono essere di estrema utilità per altri soggetti.¹

Basti pensare a situazioni di vita quotidiana, come un semplice acquisto fatto al supermercato possa rivelare le preferenze del consumatore. Ad esempio, le indagini di mercato riguardanti il lancio di un nuovo prodotto permettono, non solo di valutare la reattività del mercato ma anche di sfruttare tale vantaggio informativo in modo da ottenere una posizione favorevole rispetto ai propri competitors.

Allo stesso tempo però è difficile *a priori* attribuire un valore all'informazione.

Secondo il paradosso di Arrow, tale valore resta ignoto fino a quando l'informazione non è conosciuta. Se però è lo stesso venditore a rivelarla, questa equivale di fatto a cederla a titolo gratuito.

Possiamo concludere dicendo che l'informazione può essere definita "*asset*" ossia un *bene economico* che genera valore non solo per il soggetto che la detiene ma soprattutto per i soggetti terzi.²

Alcuni economisti hanno individuato tre caratteristiche fondamentali per identificare l'informazione. Questa è un bene:

¹ Clerico G.(2002), *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Milano Giuffrè Editore

² Clerico G.(2002), *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Milano, Giuffrè Editore

- non consumabile : la diffusione dell'informazione non compromette il valore della stessa.(Es. sapere la data della scoperta dell'America non ne diminuisce il valore);
- non rivale: l'uso dell'informazione da parte di un agente non preclude l'utilizzo della stessa informazione da parte di un altro soggetto (Es. la circostanza che uno scolaro sappia quella data non impedisce al resto della classe di conoscerla);
- non escludibile : l'impossibilità di estromettere terzi dal "consumo" dell'informativa.(Es. se non viene tutelata come un segreto commerciale, una volta che un soggetto conosce l'informazione, tutti possono conoscerla)³.

Bisogna ora fare una distinzione tra i dati informativi *comuni* ossia impersonali (un evento meteorologico, un dato statistico, una misurazione, un incidente) e quelli invece *personali* (lo stato di salute, il proprio credo religioso) che si riferiscono alla personalità del singolo soggetto. Quest' ultimi, possono essere classificati in base alla loro natura, in tre differenti categorie alle quali corrispondono differenti regole di diffusione delle informazioni.

Così avremo :

- dati pubblici : disponibili attraverso registri tenuti da soggetti pubblici (si pensi ai dati anagrafici);
- dati quasi-sensibili: l'appropriazione da parte di terzi è consentita solo in talune circostanze e con un consenso "semplificato" da parte dell'interessato (si pensi ai dati personali che vengono trattati per adempiere a un contratto);
- dati sensibili: rispetto ai quali il vincolo di titolarità è più rigido e l'appropriazione è consentita solo dopo un espresso consenso scritto (condizioni di salute; vita sessuale, opinioni politiche o filosofiche,

³ Zeno-Zencovich V. (2009), Diritto di informazione e all'informazione, pp 301-308

appartenenze etniche o religiose).

1.1.2. La titolarità dell'informazione.

Condizione essenziale per il funzionamento del mercato è la presenza dei diritti di proprietà garantiti al singolo soggetto che possono essere scambiati sul mercato ad un prezzo stabilito.

Nella realtà, l'informazione può essere di:

- chi la raccoglie
- chi la conosce
- chi la usa.

Chi raccoglie l'informazione otterrà la proprietà del bene una volta sostenuto il costo di raccolta. In sostanza quest'ultimo sarà disposto a raccogliere l'informazione fino a quando il costo sostenuto nel reperirla sarà inferiore o tutt'al più uguale, al beneficio atteso. Più sarà elevato il beneficio atteso e maggiore sarà la dimensione del mercato e conseguentemente, più difficile sarà controllare

l'utilizzo delle proprie informazioni.⁴

A questo punto si può decidere di utilizzare l'informazione direttamente per i propri obiettivi o di cederla a terzi generando così un mercato delle informazioni.

Nella seconda ipotesi, il proprietario dell'informazione potrebbe essere tra coloro i quali conoscono l'informazione. Queste infatti possono essere trasmesse ad amici, parenti e conoscenti. Questa è la situazione più critica perché trattandosi di *diritti di proprietà diffusi*, un soggetto può decidere di vendere il bene ma allo stesso tempo non può impedire a terzi di usare l'informazione in qualunque modo ottenuta.

⁴ Clerico G. (2002), *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Milano Giuffrè Editore.

Infine, la proprietà dell'informazione può appartenere al soggetto che la usa che sarà propenso ad utilizzare un'informazione personale, propria o di altri, se si attende un beneficio netto positivo.

1.1.3. La tutela dell'informazione privata.

Le informazioni personali non sono un bene pubblico puro, bensì un *bene privato* il cui reperimento comporta un costo poiché non equamente distribuite.

L'informazione privata può essere tutelata in due modi:

- diritto della proprietà privata
- regole di responsabilità

Secondo il *diritto della proprietà privata* applicabile alle diverse tipologie di bene, l'informazione personale è di proprietà della persona stessa e può essere utilizzata solo con il proprio consenso.⁵ Il proprietario sarà disposto a cedere il bene, perdendo ogni diritto su di esso, all'acquirente che lo valuterà maggiormente ottenendo così il massimo beneficio possibile. E' preferibile ricorrere alle regole della proprietà privata quando i costi di transazione sono nulli - nel caso tipico del mercato in concorrenza perfetta⁶ e quando la collettività sia influenzata dal concetto di *giustizia distributiva* che consente una ripartizione efficiente del surplus totale.⁷

Invece in presenza dell'*effetto dotazione*, non si raggiunge un prezzo di

⁵ Samuelson P.(1960), Privacy as Intellectual Property?, Stanford Law Review,vol.52

⁶ Coase R.(1960), The Problem of Social Cost , in" Journal of Law Economics"

⁷ Korobkin R.B. e Ulen T.S. (2000), Law and Behavioral Science:Removing the Rationality Assumption from Law and Economics ,in "California Law Review",vol.88

equilibrio perché si tende a valutare di più il bene di cui si dispone rispetto al bene che si presta ad acquistare.⁸

In quest'ultimo caso ed in presenza di costi di transazione particolarmente elevati la privacy delle informazioni personali può essere meglio garantita dalle regole di responsabilità con cui ogni soggetto mantiene formalmente la proprietà delle informazioni personali.⁹

Tutti i soggetti esterni però, possono raccogliere e utilizzare le informazioni nel rispetto di quanto stabilito dalla legge; altrimenti saranno chiamati a risarcire il danno stabilito dalla Magistratura.

Ad esempio, lo Stato impedisce che un'impresa possa utilizzare le informazioni sulle convinzioni politiche e religiose di un soggetto per decidere riguardo la sua assunzione.¹⁰

Al di là dei risultati conseguibili dalla teoria economica, è sempre opportuno verificare nel caso specifico in che modo il soggetto possa tutelarsi.

1.2. Asimmetria informativa e razionalità limitata.

I Classici prima ed i Neoclassici poi, hanno sostenuto che tutti gli agenti economici abbiano le stesse informazioni e che mossi dal dall'egoismo personale, riescano a massimizzare il benessere di tutta la collettività.¹¹

L'economista Arrow (1954), insieme a Debreu, ha contribuito all'ideazione di un modello teorico di equilibrio generale basato su un'economia di mercato

⁸ Thaler R. (1980), Toward a Positive Theory of Consumer Choice, in "Journal of Economic Behavior and Organization", vol.1

⁹ Calabresi G. e Melamed D. (1972), Property Rules, Liability Rules and Unalienability: One View from the Cathedral, in "Harvard Law Review", vol.85

¹⁰ Clerico G. (2002), Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica, Milano, Giuffrè Editore.

decentrata.

Infatti, senza la necessità dell'intervento pubblico, il mercato è capace di produrre risultati ottimali in senso paretiano. Gli agenti economici sono price-taker e il sistema dei prezzi che si origina sul mercato dall'incontro della domanda e dell'offerta, consente agli agenti di effettuare scelte non solo in linea con il perseguimento del proprio tornaconto, ma anche in grado di raggiungere un obiettivo ben più ambizioso e rilevante, quello del maggior benessere collettivo.

Solo in un mondo ideale esiste l'informazione completa dove gli individui hanno le medesime informazioni e sono in grado di valutare senza errori le informazioni a propria disposizione (*razionalità assoluta*).

Nella realtà invece le informazioni vengono diffuse in maniera asimmetrica tra gli agenti economici; si parla dunque di asimmetria informativa.

Non tutti dunque, abbiamo le stesse informazioni e la variabile prezzo, da sola non è un'informazione sufficiente ai fini di un probabile scambio.

Prendiamo ad esempio il rapporto tra consumatore e venditore; è chiaro a tutti la posizione di svantaggio del compratore.¹² Quest'ultimo conosce la sua funzione di utilità, i suoi gusti e le sue preferenze, il suo vincolo di bilancio, il prezzo ma non è in grado di valutare la convenienza o meno dello scambio. Di fatto il soggetto più informato, potrebbe utilizzare l'informazione a proprio vantaggio recando un danno alla controparte.

Non conosciamo fino in fondo le caratteristiche di un bene né tantomeno nessuno ci può assicurare la qualità del prodotto che andremo ad acquistare.

Possiamo supporre per esempio, che l'impresa produttrice troverà più conveniente utilizzare per la propria produzione un bene di bassa qualità.¹³

Quindi la condizione di informazione incompleta può dipendere sia dal contesto in cui il soggetto è chiamato a prendere delle decisioni ma anche dalle caratteristiche psicofisiche dello stesso.

Per quanto riguarda il contesto, si possono verificare le seguenti condizioni di :

¹² Arrow K.J. e Debreu G. (1954), Existence Of An Equilibrium For a Competitive Economy, *Econometrica*, in "Journal of the Econometric Society"

¹³ Milgrom P. Roberts J. (2005), *Economia, organizzazione e management*, Il Mulino.

- rischio
- incertezza.

Nel primo caso è possibile assegnare ad ogni evento futuro la sua probabilità di verificarsi ; nel secondo invece è possibile solo fare una previsione soggettiva per ogni evento possibile.

In entrambi i casi, l'individuo si preoccuperà di massimizzare la propria utilità attesa. Essa è data dalla sommatoria delle utilità associate ad ogni evento possibile, ponderate ciascuna per la propria probabilità.

Il processo decisionale dell'individuo è poi limitato non solo dalle informazioni che possiede ma anche dai limiti cognitivi della sua mente e dall'ammontare di tempo che egli ha per prendere una decisione. (*razionalità limitata o procedurale*).¹⁴

In tale situazione gli individui razionali assumono delle decisioni, sulla base delle informazioni ricevute, tali da consentirgli il raggiungimento di un ottimo soddisfacente.

Quindi tutti saranno disposti a prendere la stessa decisione nel raggiungimento dei loro livelli di ottimo.

Si tratta in sostanza di un ottimo soggettivo che sarà fissato a priori e si utilizzerà come punto di riferimento.

Possiamo concludere sostenendo che in una situazione di rischio o di incertezza, cadono le ipotesi di concorrenza perfetta.

L'asimmetria informativa comporta il fallimento del mercato, il quale può essere generato anche in presenza di :

- rendimenti di scala
- beni pubblici
- esternalità positive o negative
- costi di transazione

Il fallimento del mercato in concorrenza perfetta non genera un equilibrio

¹⁴ Milgrom P. Roberts J.(2005), Economia,organizzazione e management, Vol. I, Il Mulino.

Paretiano perché è possibile fare dei miglioramenti ossia migliorare la posizione di un soggetto senza peggiorare quella degli altri. Proprio perché è possibile migliorare la nostra situazione significa che non siamo in una situazione di efficienza.

1.3. Problemi dell'asimmetria informativa

L'economia dell'informazione risolve tre problemi di asimmetria informativa :

- moral hazard
- selezione avversa
- segnalazione .

1.3.1. Azzardo morale (*o moral hazard*)

Il Moral hazard nasce da un problema di asimmetria informativa.

Si tratta di una forma di opportunismo post contrattuale in cui le parti interessate allo scambio (principale e agente) hanno ex ante informazioni eguali circa ogni aspetto rilevante ai fini del contratto, ma l'asimmetria informativa si manifesta *successivamente* alla definizione del contratto.¹⁵

La parte che deve agire in esecuzione del contratto è in grado di compiere *azioni* non osservabili dall'altro contraente (*hidden action*) o dispone di *informazioni* cui l'altra parte non può accedere (*hidden information*).

Il potere informativo comporta un vantaggio per il soggetto maggiormente informato. Quest'ultimo infatti può utilizzare le informazioni private per condurre la trattazione a proprio favore cercando di spuntare il prezzo a lui più favorevole. In particolare quando le caratteristiche dei beni non sono osservabili e verificabili cade l'ipotesi di completezza dei mercati.

Di fatto il soggetto più informato, utilizza l'informazione a proprio vantaggio recando talvolta un danno alla controparte.

¹⁵ Grillo M. Silva F. (1998), Impresa, concorrenza e organizzazione .Lezioni di economia e politica industriale, Roma, Carocci Editore.

Il problema del moral hazard è costantemente presente nell'economia ed è legato da sempre al settore assicurativo.

G. Arrow si è concentrato in particolare sul settore sanitario, sul *rapporto medico-paziente* dove "l'incertezza riguardo la qualità del prodotto è forse più intensa in questo caso che in qualsiasi altro".¹⁶

Il problema informativo coinvolge il paziente in due momenti:

- Ex ante perché può non essere in grado di riconoscere la presenza di sintomi o di patologie e quindi non sentire la necessità di consultare un medico ;
- Ex post perché una volta ricevuto il responso dal medico non sa se prendere in considerazione o meno la sua raccomandazione.

Tenendo conto poi da una parte, le particolari condizioni di salute del paziente e dall'altra, le competenze scientifiche del medico, si crea in tal senso un rapporto di dipendenza del primo nei confronti del secondo.

Ci sono tre motivi sostanziali per cui si genera moral hazard:

- il conflitto d'interesse tra le parti
- la presenza di *action hidden* o *information hidden*
- "l'opportunista" non subisce totalmente le conseguenze delle sue azioni

Non si genererebbe nessuna forma di opportunismo se tutti avessero gli stessi interessi!

Ad esempio è diritto e dovere dell'automobilista stipulare una polizza assicurativa, obbligo previsto dalla Legge. La polizza assume le vesti di un contratto vincolante che impegna da una parte l'assicurato e dall'altra la

¹⁶ Arrow K.J. (1963) , Uncertainty and The Welfare Economics of Medical Care, in " *The American Economic Review*".

compagnia assicurativa.

L'inosservabilità della condotta del contraente è causa di comportamenti opportunistici.

Tali comportamenti incidono sulla probabilità che si verifichi il danno contro cui si è assicurato.

Nel nostro caso, il conducente una volta assicurato, potrebbe assumere un comportamento tale da aumentare la probabilità di incidenti e quindi di indennizzi futuri.

Con la stipula del contratto si ha il trasferimento del rischio dall'assicurato alla compagnia e nel caso in cui si verifichi l'evento contro cui il soggetto si è assicurato, sarà la compagnia a liquidare il danno.

Nel caso in cui non si verifichi il danno, gli effetti positivi si traducono in vantaggi immateriali o profitti che rimangono privati mentre in caso di danno gli effetti negativi si traducono in perdite o costi accollati ad altri. Quando le perdite gravano su un collettivo, per esempio sullo Stato, si parla di socializzazione delle perdite.¹⁷

J. Stiglitz (1991) nel tentare di risolvere il problema del moral hazard, sostiene che l'unica tipologia di assicurazione possibile è quella *partial insurance* in modo tale che il rischio non sia totalmente a carico di una delle parti.¹⁸

Con una *full insurance* invece le parti sono particolarmente rischiose in quanto la loro utilità marginale sarà sempre la stessa dato che sarà indennizzato contro qualsiasi evento.

Diverse sono le assicurazioni dette *non market insurance* come le promesse matrimoniali che alcuni economisti definiscono come assunzioni di reciproci obblighi di assistenza.

Quest'ultime a differenza delle *market insurance*, verificano l'effettivo comportamento della controparte e il rispetto degli obblighi derivanti dall'accordo stipulato.

¹⁷ Miller G.(2011),Trust, Risk and Moral Hazard in Financial Markets,Bologna,Il Mulino.

¹⁸ Arnott R. e Stiglitz J. (1991), Moral Hazard and Nonmarket Institutions : Dysfunctional Crowding Out or Peer Monitoring, in"America Economic Review"

Ci sono molti aspetti che influenzano una qualsiasi relazione, uno tra questi è l'altruismo. In particolare se le parti sono altruiste e cooperano tra loro, il comportamento è osservabile.

L'asimmetria informativa nasce dall'impossibilità di conoscere i pensieri delle persone e pertanto di verificare la veridicità delle affermazioni. Quanti più soggetti dicono il vero tanto più si instaura nell'economia un *modus operandi* basato sulla fiducia ; al contrario la sua assenza può minarne le relazioni di mercato. In un'economia sviluppata le relazioni fondate sulla fiducia sono la norma ed un clima di serenità permette di incrementare i rapporti di scambio, favorendone la crescita economica.

1.3.2. Selezione avversa (*o adverse selection*).

Si ha un problema di selezione avversa (opportunismo pre-contrattuale) quando, *prima* della stipula del contratto, l'agente ha migliori informazioni personali relative al bene oggetto dello scambio rispetto al principale.

Come il moral hazard anche la selezione avversa nasce da un problema di asimmetria informativa.

Nel primo caso si parla di hidden action o hidden information mentre nel secondo caso si parla *solo* di *hidden information* perché:

- l'asimmetria informativa si genera ex ante;
- le azioni dell'agente sono facilmente verificabili

Nel caso di selezione avversa quindi, il problema economico per il principale è:

- incentivare la parte che possiede l'informazione privata a rivelarla;
- trovare strumenti che consentano di avere quanta più informazione possibile

Akerlof ha dato un importante contributo in tal senso, studiando il settore automobilistico e in particolare quello delle auto usate (mercato dei bidoni)¹⁹. L'esistenza di asimmetrie informative e in particolare di informazioni nascoste fanno sì che solo il venditore conosca veramente la qualità del bene venduto. Il compratore quindi non è in grado di valutare quale sia l'auto di buona qualità.

All'inizio tutte le auto sono di cattiva qualità. A questo punto il venditore dovrebbe revisionare l'auto prima della messa in vendita in modo da ottenere un'auto di buona qualità.

D'altronde, per il venditore è più conveniente vendere l'auto di cattiva qualità in quanto venderebbe per buona un'auto di cattiva qualità allo stesso prezzo e senza aver sostenuto il costo della revisione.

Così facendo si approprierebbe totalmente del guadagno derivante dalla vendita e tutte le auto vendute sarebbero quelle di cattiva qualità. Si genera così il fallimento di mercato che si misura con la perdita di scambi profittevoli sia per i proprietari di auto buone sia per gli acquirenti che le desiderano.

Questo è il tipico esempio di selezione avversa in cui il bene cattivo spiazza dal mercato il bene buono.

Lo stesso potrebbe succedere nel settore assicurativo qualora le compagnie assicurative applicassero un premio assicurativo uniforme non tenendo conto del profilo di rischio della clientela .

Coì facendo finirebbero per assicurare solo i soggetti particolarmente rischiosi.

A fronte della propria rischiosità gli individui, sono disposti a stipulare una polizza assicurativa generosa ma che allo stesso tempo li metta a riparo dal verificarsi del danno futuro; viceversa i soggetti a bassa rischiosità rifiutano di assicurarsi o cercano compagnie assicurative con un premio più basso.²⁰

¹⁹ Akerlof G.A. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in " *Quarterly Journal of Economics*", Vol.84,N.3.

²⁰ Milgrom P. Roberts J. (2005), *Economia, organizzazione e management*, Vol. I, Il Mulino.

Questo si verifica perché si cerca di risolvere un problema di asimmetria informativa attraverso la variabile di prezzo.

Infatti, la compagnia assicurativa non conoscendo realmente il cliente, cerca di tutelarsi imponendo un premio assicurativo medio che in realtà è basso per i soggetti rischiosi mentre è più elevato per i soggetti neutrali al rischio.

In realtà, le imprese di assicurazione devono ottenere tutte quelle informazioni relative al profilo di rischio del cliente che incidono sulla probabilità di verificarsi del sinistro o sul suo eventuale costo.

La selezione avversa incide poi sulla richiesta di polizze assicurative deducibili dal punto di vista fiscale.

Nei contratti di assistenza sanitaria, per cercare di risolvere il problema dell'asimmetria informativa, si prevedono dei piano ad alta partecipazione ai costi(*cost-sharing plans*) dove il costo delle cure mediche è in gran parte a carico dell'assicurato. In particolare, il livello ottimale di partecipazione ai costi è quello in cui il rapporto tra il beneficio e il costo è inferiore all'unità.²¹

Per prevenire l'asimmetria informativa si potrebbe incentivare la parte che possiede l'informazione privata a rivelarla oppure trovare strumenti che consentano di avere quanta più informazione possibile. Si tratta di rimedi privatistici che sono applicati spontaneamente dalle parti.

Nel primo caso, si parla di *segnalazione* dove il venditore intraprende un'attività costosa - una garanzia - per rivelare la qualità dei beni venduti (mercato auto-usate);nel secondo caso si parla di *selezione* dove le compagnie assicurative richiedendo il pagamento di premi più bassi a coloro che accettano una copertura assicurativa limitata, evidenziando così una minore rischiosità.²²

²¹ Pauly M.V. (2007), Truth about Moral Hazard an Adverse Selection, in "Policy Brief," n.36.

²² Milgrom P. Roberts J.(2005), Economia,organizzazione e management, Vol. I, Il Mulino.

1.3.3. Il modello di segnalazione di Spence.

Con la segnalazione si cerca di risolvere il problema dell'asimmetria informativa in quanto l'agente, prima della stipula del contratto, può inviare un *segnale* che è osservabile dalla controparte (principale).

Si ha convenienza nel comunicare l'informazione quando si ottiene maggiore utilità nel renderle pubbliche anziché tenerle nascoste.

Per esempio il dipendente sarà ben disposto a rivelare il livello di istruzione conseguito (laurea), anche se non ha niente a che fare con la posizione lavorativa da ricoprire.

Questo perché il livello d'istruzione rivela l'attitudine del soggetto ad imparare.

Vediamo più nel dettaglio il modello di selezione di Spence nel mercato del lavoro.²³

Ci sono due tipi di lavoratori *good productivity* e quelli *bad productivity*. Il salario che l'impresa offre ai lavoratori è proporzionale alla loro produttività.

Nel caso di informazione perfetta l'impresa può facilmente osservarne la produttività e offrire ad ognuno un salario proporzionato alle proprie capacità.

Quest'ultima resta sconosciuta all'impresa nel caso di asimmetria informativa in quanto non è in grado di valutare chi e in che modo ha contribuito alla produzione. In questo modo tutti riceveranno lo stesso salario.

In particolare i soggetti che sanno di meritarsi di più, comunicano per esempio il proprio livello di istruzione raggiunto. Quest'ultimo è un valido segnale di produttività quando il costo di mantenersi agli studi è inferiore per l'agente che ha una maggiore produttività.

²³ Castrillo J. D. P. Stadler I.M. (2003), An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts, Oxford University Press, Second Edition.

Si crea così un gioco a due stadi:²⁴

- il lavoratore sceglie l'investimento in educazione ;
- l'impresa paga al lavoratore un compenso pari alla produttività attesa dato il livello di educazione osservato.

Si raggiunge l'equilibrio quando per ogni lavoratore, l'investimento scelto massimizza la sua utilità, date le aspettative dell'impresa.

Siamo in presenza del cosiddetto equilibrio di separazione (*separating equilibria*), in cui ciascun tipo di lavoratore sceglie un differente investimento in educazione e le imprese, osservando il livello di educazione, riescono correttamente a discriminare i due tipi di lavoratori pagando un salario più alto ai lavoratori più produttivi.

Viceversa l'istruzione sarà un segnale debole di abilità quando tutti gli agenti sostengono lo stesso investimento in educazione (quindi hanno lo stesso costo) e le imprese pagano a tutti un salario pari alla produttività attesa (equilibrio di aggregazione o *pooling equilibria*).

Nel modello di Spence si ipotizza soltanto una relazione negativa tra il costo dell'istruzione e il livello di produttività e quindi non necessariamente gli individui che hanno un maggior livello d'istruzione otterranno un lavoro più gratificante rispetto agli altri.

Infatti, la realtà insegna che non tutti i laureati trovano un lavoro inerente al proprio percorso di studio e che vi sia un numero eccessivo di laureati rispetto al numero di posti lavorativi disponibili.

Però ci sono casi in cui è possibile che il signaling generi benefici diretti come nel caso in cui il venditore offra la garanzia di buon funzionamento di un prodotto al compratore.

La segnalazione ci aiuta a spiegare il motivo per cui prodotti uguali vengono scambiati a prezzi diversi, in evidente contrasto con quanto sostenuto dalla

²⁴ Castrillo J. D. P. Stadler I.M. (2003), An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts, Oxford University Press, Second Edition.

teoria microeconomica.

Conclusioni.

L'Economia dell'informazione tenta di risolvere quelle che sono i problemi legati all'asimmetria informativa.

L'importanza e le implicazioni delle asimmetrie informative possono essere facilmente comprese facendo riferimento all'impresa.

La teoria economica è intervenuta soprattutto in quelle che sono le asimmetrie informative presenti all'interno dell'impresa, in particolare affrontando il problema dell'opportunismo post contrattuale delle parti. Mi riferisco alla teoria dei costi di agenzia che analizzando l'evoluzione socio-economica delle società quotate, ha evidenziato non solo le cause che generano tali comportamenti ma anche i possibili rimedi.

Nel corso delle trattazioni sarà affrontato il problema del moral hazard tra manager e azionista.

**IL PROBLEMA PRINCIPALE –AGENTE NELL’IMPRESA.
ASPETTI TEORICI.**

Introduzione.

Secondo la teoria economica l’impresa nasce essenzialmente per risolvere il fallimento del mercato.

La trattazione riguarda principalmente una delle cause del fallimento di mercato, ossia la presenza di asimmetrie informativa che fa sì che il ricorso al mercato non sia efficiente. In particolare non si ha un’allocazione efficiente delle risorse perché l’altra parte utilizza il vantaggio informativo per concludere la negoziazione a proprio vantaggio.

In questa parte dell’elaborato ho voluto approfondire il problema del moral hazard all’interno dell’organizzazione aziendale.

Dopo aver dato una definizione d’impresa, ho menzionato alcune delle più importanti teorie per spiegare l’esistenza dell’impresa e i possibili problemi che la sua presenza comporta.

In particolare mi sono soffermata sul problema di agenzia tra manager e azionista in cui il primo essendo agente nei confronti del secondo, pone in essere una serie di atti o fatti in nome e per conto del principale. E’ nelle società ad azionariato diffuso in cui vi è la separazione tra proprietà e controllo, che è forte l’esigenza di monitorare e verificare il comportamento effettivo del manager poiché la proprietà può basarsi solo sul risultato finale raggiunto, senza poter conoscere l’effettivo impegno della controparte.

Quindi la necessità di monitoring del management non è puramente una questione di sfiducia ma è dovuta al comportamento opportunistico del management che incide negativamente sull’obiettivo perseguito dagli azionisti.

In ultima analisi ho individuato quelli che sono i possibili incentivi volti a limitare la discrezionalità del manager e allo stesso tempo ad allineare i suoi interessi a quelli degli azionisti.

2. Che cos'è l'impresa e perché nasce .

Nell'ordinamento italiano non vi è una definizione d'impresa bensì è presente quella generale d'imprenditore.

L'art. 2082 c.c. recita "è imprenditore chi esercita *professionalmente* un'attività *economica organizzata* al fine della *produzione o dello scambio* di beni o di servizi".

L'imprenditore dunque, deve svolgere l'attività d'impresa in maniera abituale e non occasionale pur non essendo l'attività principale o esclusiva dello stesso.

L'attività produttiva deve essere condotta con metodo economico, ossia deve consentire quantomeno la copertura dei costi con i ricavi. Non è necessario che i ricavi superino i costi, cioè che si generi profitto o che ci sia uno scopo di lucro.²⁵

L'istituto ha una storia lontana. La prima forma d'impresa nasce con la Compagnia delle Indie nel 1600 grazie alla quale l'Inghilterra ha ottenuto il monopolio del commercio nell'oceano Indiano.

A questo punto occorre chiedersi cosa ha spinto gli individui a costituire negli anni un'impresa.

²⁵ Il D.lgs. 24 marzo del 2006, n. 155, ha istituito l'impresa sociale per la quale è proibito distribuire gli utili in qualsiasi forma, ma le è comunque richiesto il requisito dell'economicità.

Di sicuro il motivo principale è l'*egoismo* ossia la possibilità per se di nuove opportunità di guadagno. E' Adam Smith che ci ha spiegato che "non è dalla generosità del macellaio, del birraio o del fornaio che noi possiamo sperare di ottenere il nostro pranzo, ma dalla valutazione che essi fanno dei propri interessi".

Credo però che un eccessivo egoismo sia fuorviante. Infatti l'iniziativa economica è vero sì che nasce per soddisfare le esigenze personali dell'imprenditore ma allo stesso tempo anche per soddisfare gli interessi di tutti coloro che hanno contribuito alla creazione di valore (c.d. stakeholder). L'impresa dunque da un lato produce la ricchezza e dall'altro la distribuisce ai vari soggetti che hanno partecipato e condizionato la creazione di valore.

A questo punto potrebbero verificarsi due tipi di problemi:

- stimare il contributo fornito dal singolo stakeholder alla produzione complessiva dell'impresa;
- la possibilità di comportamenti opportunistici ed egoistici da parte di alcuni soggetti presenti nell'azienda.²⁶

In questo modo non si è fatto altro che configurare l'impresa come una *realtà sociale* che è in grado non solo di influenzare l'ambiente esterno (in senso positivo o negativo) ma anche di esserne influenzata.

Le imprese quindi contribuiscono significativamente alla creazione di valore per la società portando sul mercato dei buoni prodotti, offrendo condizioni di lavoro allettanti, impegnandosi nella protezione dell'ambiente.

L'impresa può essere dunque definita come un sistema sociale tecnico di tipo aperto che opera scambiando con l'esterno beni e servizi ma anche know-how e perseguendo un comune obiettivo consistente nella produzione di valore.

Il concetto di funzione sociale dell'impresa si muove dunque fra due estremi: uno che riconduce la responsabilità dell'impresa esclusivamente all'ottenimento del massimo profitto per i propri azionisti e l'altro che ne amplia la responsabilità fino a includere, oltre agli azionisti, una vasta gamma di attori

²⁶ Zattoni A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, Egea.

portatori d'interessi nei confronti della stessa, tra cui i dipendenti, i fornitori, i clienti, arrivando a comprendere la comunità locale e la società in generale.

A questo punto è importante chiedersi per chi l'impresa genera valore.

Il nodo centrale della questione consiste nel comprendere di che cosa l'impresa è responsabile e nei confronti di chi.

In particolare ci si chiede se l'impresa sia responsabile unicamente della massimizzazione dei profitti e di creare valore per gli azionisti oppure di generare valore per tutti gli stakeholder.

A tal proposito vi sono opinioni e interpretazioni diverse che possono essere perlopiù ricondotte a due diverse correnti di pensiero:

- la prima sostiene una concezione massimizzante dell'obiettivo di produrre ricchezza, sia esso espresso in termini di "profitto" o di "creazione di valore per gli azionisti";
- la seconda stabilisce invece, la necessità di contemperare l'obiettivo di profitto con quello di carattere etico-sociale²⁷.

A tal proposito avremo nel primo caso, due importanti filoni di ricerca, in particolare la Teoria dei Costi di Agenzia (di Berle e Means nel 1976) e la Teoria dei Diritti di Proprietà (e dei Costi di Transazione di Coase); nel secondo caso invece la Teoria degli Stakeholder.

In particolare alla Teoria dei Costi di Agenzia e la Teoria dei Diritti di Proprietà corrispondono due diverse definizioni d'impresa, nel primo caso l'impresa viene vista come insieme di contratti e nel secondo caso invece, come insieme di diritti di proprietà.

Analizzerò di seguito entrambe le teorie.

2.1. La Shareholder theory come fondamento della teoria dei Costi di Agenzia e la teoria dei Diritti di Proprietà.

²⁷ Zattoni A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, Egea.

Secondo la *Shareholder theory*, l'impresa nasce essenzialmente per soddisfare l'interesse degli azionisti e quindi garantire la massimizzazione del valore dell'impresa.

Tale presa di posizione è riscontrabile nella teoria dei costi di agenzia e dei diritti di proprietà.

Tali teorie economiche elaborano due diverse definizioni d'impresa. La Teoria dei Costi di Agenzia definisce l'impresa come insieme di contratti mentre la Teoria dei Diritti di Proprietà, come un insieme di diritti di proprietà. Entrambe le teorie ipotizzano il problema dell'incompletezza contrattuale derivante dall'incertezza del sistema economico reale nel quale i soggetti sono chiamati ad assumere determinate decisioni e dalla razionalità limitata degli stessi.

2.1.1. La Teoria dei Costi di Agenzia: l'impresa come insieme di contratti incompleti.

Nel 1932 in "*The Modern Corporation and Private Property*", Berle e Means individuano nella distinzione tra proprietà e controllo il potenziale conflitto d'interesse interno all'impresa.²⁸

Si tratta appunto, di un'analisi condotta all'interno dell'impresa e che si concentra principalmente sul rapporto di agenzia tra il principale (l'azionista) e l'agente (il manager).

Il problema principale-agente introdotto dall'incompletezza contrattuale, si verifica perché i soggetti trovandosi in conflitto d'interesse, pongono in essere comportamenti opportunistici.

Gli autori criticano la concezione neoclassica d'impresa perché si ha una visione dell'impresa abbastanza marginale e molto simile al mercato. L'impresa è vista essenzialmente come una "macchina di produzione" capace di trasformare l'input impiegato in output finale. I Neoclassici ipotizzano l'assenza d'incertezza

²⁸ Anderson R, Baker H.K.(2010), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*.

e che alcune informazioni siano disponibili prima di iniziare il processo produttivo (es. il costo della materia prima).

La Teoria dei Costi di Agenzia invece configura l'impresa come un insieme di contratti incompleti che regolano le relazioni tra l'impresa e tutti gli agenti economici. Poiché tali relazioni sono svolte all'interno della stessa organizzazione, si può risolvere il problema dell'incompletezza contrattuale ricorrendo al sistema gerarchico.

Berle e Means rifacendosi all'impostazione managerialista, individuano come si è detto, due soggetti distinti proprietario e manager e sviluppano le implicazioni di questa dicotomia.

In primo luogo viene meno l'unitarietà degli obiettivi perseguiti nella definizione delle scelte produttive perché la proprietà da una parte è interessata alla massimizzazione del valore dell'impresa nel lungo periodo mentre dall'altra il manager è interessato a massimizzare la redditività a breve dell'impresa.

Per risolvere questo tipo di conflitto interno, bisogna incoraggiare il manager ad assumere dei comportamenti che siano in linea con l'obiettivo della proprietà e per far ciò bisogna in un certo senso vincolare le decisioni del manager.

Infatti le teorie manageriali cercano di risolvere tale problema ricorrendo a strumenti microeconomici di massimizzazione vincolata ;in tal modo l'obiettivo di massimizzazione del profitto diviene il vincolo dell'azione del manager .

In pratica la proprietà fissa al manager un obiettivo in termini di profitto minimo e se sarà rispettato l'agente verrà riconfermato.

Secondo Jensen e Meckling non si tratta di abbandonare l'ipotesi di comportamenti massimizzanti, ma di riconoscere che i manager e i proprietari perseguono obiettivi in potenziale conflitto e sono al contempo legati da una relazione particolare che vede i primi agenti dei secondi.

La separazione tra le funzioni di management e di assunzione del rischio è comunque una soluzione efficiente, seppur di *second best* rispetto ad un contesto di informazione perfetta.²⁹

²⁹ Fama E.F., Jensen C.M. (1983), Separation of Ownership and Control, in "Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2.

Fama e Jensen inoltre sostengono invece la distinzione tra gestione e controllo perché, di fatto, nelle grandi imprese vi è un numero molto alto di agenti che si specializzano nelle diverse fasi dell'attività di gestione. La specializzazione consente di ridurre il problema dell'agenzia e di attribuire le distinte funzioni delegandole agli agenti che hanno maggiore informazione e maggiore competenza in merito.

La Teoria dei Costi d'Agenzia ha poi sostenuto l'invalidità del teorema di Modigliani Miller (1958) che resta applicabile solo nel mercato dei capitali perfetti: quindi la struttura finanziaria e le diverse fonti di finanziamento influenzano la creazione di valore generabile dall'impresa.

La scelta ottima di finanziamento sarà allora determinata sulla base di un'analisi costi-benefici e corrisponderà al punto di uguaglianza tra i benefici marginali della diversificazione e i costi marginali di agenzia associati al canale di finanziamento adottato.

Infine Berle e Means sostengono che il sistema di *public company* possa risolvere il problema di agenzia tra proprietà e manager perché se quest'ultimo non si comporta in linea con gli obiettivi previsti dalla proprietà (massimizzazione del valore dell'impresa) la società potrebbe subire un cambio direzionale (scalate ostili). In particolare la contendibilità dell'impresa sul mercato ossia la possibilità di ottenere il controllo dell'impresa scambiando pacchetti azionari può avvenire quando l'assetto societario è abbastanza frammentato ed ogni società ha un flottante relativamente molto elevato. Occorre precisare che in una società ad azionariato diffuso ci sono comunque dei costi di agenzia per il semplice fatto che la direzione e la gestione aziendale sono delegate al management. Invece un'impresa con un assetto proprietario concentrato è caratterizzata dall'assenza dei costi di agenzia ma presenta anche degli svantaggi in termini di scarsa diversificazione degli investimenti e bassa ripartizione del rischio.

La letteratura comunque non mostra evidenze empiriche che permettano di preferire un sistema anziché un altro.³⁰

³⁰ Spaventa L. (2001), Governo societario e assetti proprietari Nota su un teorema non dimostrato, Courmayeur.

2.1.2. La teoria dei diritti di proprietà. L'impresa come insieme di costi di transazione e di diritti di proprietà secondo Coase.

Coase con l'opera *The Nature Of the firm* (1937) spiega il motivo dell'esistenza dell'impresa attraverso due teorie: la teoria dei costi di transazione e la teoria dei diritti di proprietà.

Prendendo spunto dal contributo empirico di Berle e Means basato sull'ipotesi dell'incompletezza contrattuale, Coase esamina i confini esterni dell'impresa. Per confini dell'impresa l'autore intende non soltanto quelli giuridici ma anche quelli logici ossia tutte quelle attività che l'impresa controlla in modo diritto ed univoco.

L'autore sostiene che sia proprio il principio di autorità a rendere rilevante la distinzione tra impresa come istituzione e il mercato.³¹

La teoria Neoclassica invece non spiega perché esiste l'impresa dal momento che la rende equivalente al meccanismo dei prezzi.

Lo scrittore riconduce l'esistenza dell'impresa alla presenza dei costi di transazione, quindi più elevati saranno i costi e più ci sarà la convenienza ad internalizzare lo scambio.

In generale, qualsiasi scelta economica viene fatta secondo il principio di efficienza ossia cercando di minimizzare i costi; questo è ciò che la concorrenza perfetta ci ha insegnato spingendo le imprese a produrre al costo marginale.³²

L'impresa quindi, secondo il principio di convenienza economica, ricorrerà al mercato quando il costo di acquisto di un bene è inferiore al costo di produzione dello stesso bene.

E' chiaro che tanto più saranno elevati i costi di transazione e maggiore sarà la convenienza nel ricorrere al sistema organizzativo interno. La presenza di elevati costi di transazione spinge le imprese non solo a internalizzare i processi

³¹Jensen M.C. Meckling W.H.(1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Vol. 3

³² Grillo M. Silva F. (1998), *Impresa, concorrenza e organizzazione .Lezioni di economia e politica industriale*, Roma, Carocci Editore.

produttivi ma anche a diversificare l'offerta. In entrambi i casi si assiste ad un ampliamento dei confini aziendali.

Allora a questo punto ci si potrebbe chiedere perché esistono anche imprese di piccole e medie dimensioni.

La risposta è abbastanza evidente; tutte le transazioni sia esterne che interne all'impresa generano dei costi. In questo ultimo caso si assiste ad un aumento del costo organizzativo interno e quindi a rendimenti decrescenti dell'attività imprenditoriale.

La dimensione ottimale è dunque per Coase, quella che consente di ottenere anche la dimensione ottima del mercato: *"abbiamo dunque una teoria dell'equilibrio mobile"* tra i confini dell'impresa e quelli del mercato.³³

I costi di transazione possono riferirsi non solo alla tipica fase contrattuale ma anche alla tipologia di relazione intrapresa tra l'impresa e il mercato. Ad esempio una relazione particolarmente specifica comporta elevati costi di transazione; al contrario i costi si riducono se la frequenza con cui si esegue la transazione è elevata.

Con la teoria dei diritti di proprietà si sostiene la convenienza di ricorrere al mercato solo quando gli *human right* vengono assegnati in modo chiaro ed univoco³⁴.

Ognuno di noi ha dei diritti; alcuni sono connaturati dell'essere umano, altri invece si acquisiscono con lo svolgimento di un'attività o con il sostenimento di un costo. Ad esempio il lavoratore avrà diritto a un salario in cambio dell'attività prestata all'interno dell'impresa. Se i diritti fossero ben definiti e non vi fossero i costi di transazione, il meccanismo di mercato farebbe sì che i diritti di proprietà finirebbero nelle mani dei soggetti che li valutano di più (Teorema di Coase).

Le due teorie dell'impresa quella dei costi di agenzia da una parte e quella dei costi di transazione e di proprietà dall'altra, non si limitano a spiegare l'esistenza dell'impresa ma anche a dimostrare come si evolvono i rapporti nel suo interno.

³³ Coase R.(1988), Nature of the Firm, in *"Journal of Law, Economics, & Organization"*.

³⁴ Jensen M.C. Meckling W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Vol. 3,

2.2. La Teoria di creazione di valore per gli stakeholder.

Una visione alternativa che sta prendendo piede nell'ultimo ventennio è la c.d. "teoria degli stakeholder" seconda la quale il manager dovrebbe preoccuparsi di creare valore non solo per gli azionisti, ma anche per tutti gli stakeholder in generale. L'approccio degli stakeholder si estende oltre la funzione di massimizzazione dei profitti al fine di includere gli interessi e le aspettative dei gruppi non azionisti.

Il dirigente non è visto solo come il mandatario o delegato dell'azionista che deve agire esclusivamente allo scopo di massimizzare il valore azionario dell'impresa.

Robert Edward Freeman è il fondatore della teoria degli stakeholder.

Fondamentale fu la pubblicazione del suo libro "Strategic Management: A Stakeholder Approach" nel 1984. In esso, Freedman ha proposto la teoria degli stakeholder come un approccio alla gestione strategica il cui obiettivo è quello di permettere all'azienda di affrontare e sopravvivere in periodi turbolenti sviluppando una maggiore attenzione e sensibilità ai molti gruppi che potrebbero contribuire al successo dell'azienda. L'Autore da due definizioni di stakeholder una in senso stretto e l'altra in senso ampio.

Gli stakeholder in senso stretto sono tutti quegli individui e gruppi ben identificabili da cui l'impresa dipende per la sopravvivenza: azionisti, dipendenti, clienti, fornitori.

In senso più ampio invece lo stakeholder è ogni individuo che può influenzare o essere influenzato dall'attività dell'organizzazione.

In una formulazione più recente Clarkson (1995) estende il concetto di stakeholder anche ai portatori d'interessi potenziali come ad esempio le generazioni future.³⁵

L'idea a fondamento della stakeholder theory è che tutti i soggetti coinvolti "investono" nell'impresa non solo in termini di risorse ma soprattutto di competenze professionali, conoscenze analogamente a quanto fanno gli azionisti. Hanno dunque la stessa pretesa e il diritto di ottenere un'equa remunerazione del loro investimento da parte dell'impresa stessa.

³⁵ Clarkson E. M.(1995), A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance, in " *Accademy of management review*"

Si tratta in sostanza di coniugare la creazione di valore economico per gli azionisti con l'assunzione di una maggiore responsabilità sociale nei confronti di tutti i portatori d'interesse.

Al di là delle diverse definizioni di stakeholder, la sopravvivenza dell'impresa dipende dalla sua capacità di soddisfare i diversi portatori d'interesse, compresi gli azionisti.

Il problema si complica quando il proprietario affida la gestione dell'impresa ad uno o più soggetti (uno o più manager) con la possibilità di questi di porre in essere comportamenti opportunistici (o di moral hazard). Infatti il manager potrebbe perseguire obiettivi diversi da quello della creazione di valore per gli azionisti.

Tale situazione si verifica nelle società ad azionariato diffuso per due motivi:

- l'assetto societario è talmente frammentato che nessun investitore detiene la maggioranza del capitale tale da poter esercitare un controllo sul management;
- il controllo si comporta come un bene pubblico in quanto i suoi benefici si producono anche nei confronti di coloro che non hanno sostenuto i costi.³⁶

Si tratta d'impresе principalmente quotate in Borsa il cui interesse è quello di soddisfare le aspettative degli investitori esterni.

In una società ad azionariato concentrato invece, è forte la presenza e quindi l'influenza della proprietà all'interno della gestione.

Dopo aver definito le teorie principali relative all'impresa, è giunto il momento di spostare l'attenzione sui soggetti che gestiscono l'impresa (manager) in quanto pongono in essere comportamenti opportunistici non in linea con quelli della proprietà.

³⁶ Zattoni A. (2006), Assetti proprietari e corporate governance, Milano, Egea.

L'analisi si concentrerà proprio sul problema di agenzia cercando di analizzare come e perché nasce questo problema ricollegandomi non solo ad un discorso di imperfetta informazione ma anche e soprattutto di opportunismo contrattuale. Di seguito analizzerò uno dei problemi particolarmente diffusi nelle società ad azionariato diffuso: il conflitto d'interesse tra manager e azionista.

2.3. Il problema di agenzia: principal-agent

Jensen e Meckling (1976) definiscono la relazione di agenzia come un contratto nel quale una parte (*principal*) conferisce ad un'altra parte (*agent*) il potere decisionale di svolgere alcune mansioni per suo conto. Si tratta di una definizione molto generale che comprende qualsiasi relazione tra due individui in cui l'utilità dell'uno dipende dall'azione dell'altro.

Nell'impresa infatti possiamo distinguere due diverse tipologie di costi di agenzia che variano in funzione dell'assetto proprietario presente, della forza di tutela degli investitori e dello sviluppo del mercato finanziario.³⁷

Avremo così costi di agenzia di primo e secondo tipo.

Quelli del primo tipo riguardano essenzialmente le società ad azionariato diffuso (proprietà vs manager; manager vs dipendente) mentre quelli di secondo tipo interessano le società ad azionariato concentrato (soci di maggioranza vs soci di minoranza).

La classica relazione principale agente è quella tra proprietà e manager.

La teoria dell'agenzia studia i problemi causati da una divergenza di interesse tra le parti oltre a una imperfetta informazione sugli stati di natura e sui comportamenti della controparte.

³⁷ La Porta R. *et al* (2002), Investor Protection and Corporate Valuation, in " *The Journal Of Finance*, Vol. LVII, No. 3.

Di solito l'agente ha più informazioni del principale riguardo il compito da svolgere e in ogni caso il principale non è in grado di controllare completamente l'agente ed ogni tentativo di aumentare il grado di controllo implica dei costi. L'opportunismo generato dalla presenza di asimmetrie informative comporta due problemi: la selezione avversa (*opportunismo ex ante*) e l'azzardo morale (*opportunismo ex post*). Quest'ultimo deriva dalla possibilità per l'agente di non rispettare gli impegni assunti dalla sottoscrizione del contratto (peraltro incompleto) anche a causa della difficoltà e dell'onerosità del controllo del principale.

Quest'ultimo infatti adotta strumenti di sorveglianza (monitoring) e soprattutto sistemi di incentivi volti a limitare l'effetto di comportamenti opportunistici da parte dell'agente.

2.3.1. Le fonti del conflitto di agenzia tra azionista e manager.

La ricerca teorica ed empirica ha voluto evidenziare come e perché nascono queste relazioni conflittuali tra proprietà e manager.

Com'è stato ripetuto in precedenza, il motivo per il quale nascono comportamenti opportunistici post contrattuali è perché le parti sono in conflitto d'interesse.

Ma quali potrebbero essere nello specifico gli interessi dell'uno e dell'altro? Nelle società ad azionariato diffuso la separazione tra proprietà e controllo fa sì che il manager possa adottare delle politiche societarie che permettano il raggiungimento d'interessi personali.

Infatti il manager potrebbe realizzare dei progetti d'investimento volti ad aumentare la dimensione dell'impresa e con essa la sua retribuzione e il suo potere. La crescita dimensionale aumenta il potere del manager perché aumentano le risorse sotto il suo controllo.³⁸ Inoltre può pretendere un

³⁸ Jensen M.C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers in "American Economic Review", vol. 76

compenso più elevato dato che gli aumenti di retribuzione sono positivamente correlati alla crescita delle vendite.³⁹

Per questi motivi Jensen (1986) sostiene che i manager preferiscono accantonare le risorse finanziarie generate dalla gestione dell'impresa anziché distribuirle ai soci sotto forma di utili.⁴⁰ Viceversa l'azionista vorrebbe beneficiare degli utili distribuiti soprattutto qualora non ci siano concrete possibilità d'investimento profittevole (VAN nullo o negativo).

Il manager sa che attraverso la ritenzione degli utili può accrescere le dimensioni aziendali senza ricorrere al finanziamento esterno, in questo modo si sottrae al controllo esterno da parte degli investitori. L'evidenza empirica sostiene che questo comportamento sia dannoso per la ricchezza degli azionisti perché vi è una relazione negativa tra la ritenzione degli utili e il prezzo delle azioni.⁴¹

Il fatto che l'impresa sia in grado di assicurare a tutti quelli che a vario titolo hanno concorso a finanziare la società è sicuramente per il mercato un forte segnale di affidabilità e di solidità patrimoniale.

Occorre precisare che le decisioni prese dal manager sono di breve periodo giacché potrà raccogliere i frutti dell'investimento fino alla scadenza del mandato. Sloan e Dechow (1991) evidenziano come la portata di questo fenomeno sia elevata quando il management si avvicina al pensionamento o quando pianifica di lasciare l'impresa.

³⁹ Murphy K. J. (1985), Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis, in *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7

⁴⁰ Art. 2430 e ss. del c.c.

⁴¹ Berger G.P., Ofek Eli (1995), Diversification's effect on firm value, in *Journal of Financial Economics*, Vol.37,

2.3.2. Analisi del modello dinamico principale-agente.

In questa sezione approfondirò le tematiche relative al modello *dinamico* di azzardo morale in cui la relazione tra principale e agente si sviluppa per un lungo lasso di tempo.

Nella realtà infatti, l'interazione tra gli stessi soggetti si prolunga nel tempo e gli scambi tra individui e tra imprese vengono ripetuti più volte.

Si tratta dunque di un azzardo morale ripetuto nel tempo (*repeated moral hazard*) che può riguardare qualsiasi tipo di relazione; ad esempio la compagnia assicurativa e l'assicurato oppure avvocato-cliente, sono tutti rapporti che a certe condizioni, durano nel tempo.⁴²La ripetizione nel tempo dà l'opportunità al principale di poter osservare i risultati raggiunti dall'azione dell'agente ed eventualmente di sanzionarlo qualora venga meno agli impegni assunti in precedenza.

La ripetizione delle azioni del manager permette da una parte di rivelare l'attitudine del soggetto a porre in essere determinati comportamenti e dall'altra, di cercare di limitare la discrezionalità del soggetto stabilendo una remunerazione che dipenda dai risultati conseguiti nel periodo precedente. Quindi per far sì che qualsiasi relazione (*o partnership*) sia duratura, è necessario che le parti rispettino quanto in precedenza pattuito non deludendo così le aspettative della controparte.

Sia (X_t) un insieme di variabili casuali che esprimono le condizioni in cui operano gli agenti economici e che non possono essere influenzate dagli stessi. Supponiamo che al tempo t il manager scelga un'azione (A_t) ed il profitto lordo dell'impresa sia $G_t=G(A_t; X_t)$.

Parte del profitto viene utilizzato dal principale per remunerare l'agente e così si ottiene un profitto netto pari a $R=(G_t-W_t)$

L'utilità del manager nel periodo t (U_t) dipenderà sia dalla remunerazione ricevuta e sia dall'azione intrapresa $U_t=U(A_t; W_t)$.

Il principale può osservare solo il risultato G_t raggiunto dall'agente ma non l'azione (A_t) effettivamente posta in essere o i possibili scenari futuri (X_t) . Questo fa sì che l'agente possa sfruttare condizioni di per se favorevoli attuando comportamenti opportunistici e decidendo così di impegnarsi di meno.

⁴² Dutta P. K. ,Radner R. (1994), Moral hazard ,Handbook of Game Theory,Vol.2

Tale inefficienza può essere ridotta attraverso sistemi di controllo diretto o indiretto capaci di che legare l'obiettivo del management a quello della proprietà.

Nel primo caso avremo sistemi di monitoring che come vedremo in seguito non sembrano portare ad un risultato efficiente; nel secondo caso invece si ricorrerà alla formulazione di un piano di remunerazione indiretta e/o in alternativa della stipulazione di accordi autosanzionanti.

Procediamo con ordine.

2.3.3. I costi generati dal problema principale-agente.

In una situazione di potenziale conflitto d'interesse bisogna tener conto dei possibili problemi che questo può generare; primo fra tutti la presenza di costi, c.d. costi di agenzia.

I costi di agenzia sono principalmente di tre tipi:

- costi di monitoraggio;
- costi di adesione;
- perdite residuali.⁴³

I costi di monitoraggio sono spese pagate dal principale per misurare, osservare e controllare il comportamento del manager.

⁴³ Anderson R, Baker H. K. (2010), Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice.

Fama e Jensen (1983) sostengono che in realtà tali costi sono a carico dell'agente perché il suo compenso sarà adeguato a coprire quei costi. I costi di adesione non sempre sono di natura finanziaria e sono totalmente a carico del management. Si tratta di oneri che sono sostenuti per informare la proprietà o in più in generale gli azionisti e tutti gli investitori sullo stato di salute dell'impresa (es. la presentazione del bilancio di esercizio). La capacità di imporre tali costi sul manager è limitata perché smetterà di sostenere tali costi quando la riduzione marginale dei costi di monitoraggio sarà pari all'aumento marginale dei costi di adesione.⁴⁴ Le perdite residuali (o perdita secca) sono invece a carico della proprietà ossia dell'azionista derivante dall'attività di minimizzazione del disallineamento degli interessi tra azionista e manager. Possiamo concludere dicendo che il monitoring non può risolvere in maniera efficiente il problema principale-agente perché una volta sostenuto il costo non si ha la certezza di scoprire eventuali comportamenti opportunistici ; in alternativa sono stati ideati strumenti d'incentivazione che cercano di prevenire il verificarsi di tali comportamenti .

⁴⁴ Anderson R, Baker H. K. (2010), Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice.

2.4. I possibili rimedi al problema della separazione della proprietà e del controllo.

Numerosi sono gli strumenti e le strutture volte a limitare la discrezionalità del management come:

- il controllo attivo e costante esercitato da un'azionista di riferimento;
- l'introduzione di piani di incentivazione volti ad allineare l'interesse del top management a quello degli azionisti (stock option par. 2.4.1.);
- il mercato per il controllo societario che sia in grado di rimuovere il management in caso di inefficienza (es. scalate ostili par 2.4.2.);
- una struttura finanziaria molto indebitata limitando così le risorse a disposizione del manager;
- la valutazione della bontà delle decisioni prese dal manager sulla base delle performance aziendali raggiunte (*bankruptcy strategies* par. 2.4.3);
- la stipula di accordi autosanzionanti basati sulla reputazione (par.2.4.4.).

2.4.1. Vantaggi e svantaggi di un piano d'incentivazione azionario.

La Teoria dell'Agenzia ha avuto molto influenza sullo sviluppo di sistemi di remunerazione dei manager basati su incentivi quali la partecipazione ai profitti o le stock option.

La presenza di un piano d'incentivazione crea un sistema di compensazione del management che legghi l'obiettivo di questo a quello della proprietà.

Si può stabilire infatti una remunerazione fissa (un compenso) a cui si aggiunge un compenso variabile in base agli obiettivi di performance stabiliti dalla proprietà. Si può ricorrere ad esempio al meccanismo delle stock option in cui si prevede l'attribuzione al manager di un certo numero di azioni ad un prezzo prestabilito.

In questo modo il manager sarà incentivato a incrementare il valore dell'impresa almeno fino a quando detiene le azioni.

Tale politica retributiva però, genera una serie di problemi.

Per prima cosa si genera un meccanismo di selezione avversa dato che, nel voler selezionare il manager migliore si finisce per selezionare quello che in realtà è più rischioso ossia il soggetto che attribuisce maggior utilità ad un compenso incerto e variabile.

Un altro problema è dato dalla modalità con cui viene fissato il prezzo delle stock option. Solitamente si utilizza il valore corrente delle azioni ossia il valore di borsa, quest'ultimo però non riflette solo il valore dell'impresa in questione ma anche l'andamento del mercato azionario. Quindi in caso di depressione del mercato azionario, la sottostima del valore dell'azione (ossia il prezzo diminuisce) sarà favorevole per il manager che potrà esercitare il diritto di opzione pagando un prezzo più basso rispetto al suo valore effettivo ed avere poi la possibilità in futuro di cedere l'azione vendendola ad prezzo più alto in caso di crescita del mercato.

Inoltre il possesso di stock option da parte dei manager modifica il loro atteggiamento verso la politica dei dividendi poiché il valore delle stock option si riduce se aumentano i dividendi sulle azioni.

In alternativa quindi si potrebbe vincolare l'esercizio della stock option al raggiungimento di determinati obiettivi di performance, come per esempio investimenti in R&D, utili non solo per incrementare la capacità produttiva dell'azienda ma soprattutto per limitare il comportamento opportunistico del manager (es. strategie di fallimento).

2.4.2. Le scalate ostili e l'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA).

L'acquisizione del controllo societario attraverso lo scambio di partecipazioni dell'impresa viene attuata quando la condotta del manager causa malcontento tra gli azionisti. L'acquisizione del controllo avviene da parte di un investitore

estraneo alla compagine sociale, che attraverso lo scambio o l'acquisto del pacchetto di controllo azionario tenta di scalare la società c.d. *target*.

In questo caso si parla di un'acquisizione ostile perché non vi è il consenso del consiglio di amministrazione della società.

Come abbiamo visto in precedenza manager e azionisti hanno interessi discordanti, il primo è interessato ad aumentare il fatturato puntando quindi al breve periodo mentre i secondi alla massimizzazione del profitto in un'ottica invece di lungo periodo.

È vero che non prestare attenzione al breve periodo può compromettere i risultati di lungo periodo ma è vero anche che focalizzarsi eccessivamente o esclusivamente sul breve può essere fatale (*managerial myopia*)⁴⁵. Infatti ciò che è ottimale per il manager aziendale potrebbe non esserlo per gli interessi a lungo termine degli azionisti nonché per la salute dell'azienda stessa.

Il problema principale è la consuetudine di premiare i manager per la performance a breve termine anziché per la creazione di valore a lungo termine. Questa pratica è antitetica al principio fondamentale secondo il quale gli individui dovrebbero farsi carico delle conseguenze delle proprie scelte. Inoltre, ciò che contribuisce a una buona performance sul breve periodo spesso aumenta il rischio e porta a una performance mediocre sul lungo periodo. Per esempio, un'azienda può tagliare le spese per ricerca e sviluppo per aumentare gli utili annuali, gettando però così le basi per deludenti guadagni futuri.

Oltre ad una situazione conflittuale tra manager e azionisti, la sostituzione del manager potrebbe derivare dalla necessità di cambiare le politiche aziendali finora adottate a causa per esempio, del superamento di tecnologie o della variazione delle condizioni di mercato. Tali cambiamenti possono richiedere l'abbandono dei grandi progetti, trasferimento d'impianti, cambiamenti d'incarichi manageriali e la chiusura o la vendita di strutture o divisioni.⁴⁶

Si richiede così una profonda ristrutturazione del patrimonio aziendale che sarà più facile da attuare per i nuovi manager con una nuova visione del business e che non hanno legami con i dipendenti o le comunità circostanti.

⁴⁵ Murphy K. J. (1985), Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis, in "Journal of Accounting and Economics", vol. 7

⁴⁶ Jensen M. (1988), Takeovers: Their causes and Consequences, in "Journal of Economic Perspective", Vol. 2,

La normativa italiana.

L'OPA obbligatoria è uno strumento offerto dal legislatore per consentire agli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo di vendere le proprie azioni.⁴⁷

Tale fattispecie è ampiamente disciplinata dalla Legge per tutelare non solo la società ma anche tutti gli altri investitori.⁴⁸

L'offerta pubblica d'acquisto (Opa) è un invito che il gruppo acquirente fa ad investitori e azionisti di minoranza perché vendano le azioni che possiedono della società quotata in Borsa, che è l'oggetto (il target) dell'offerta. Sulla base del prezzo fissato per l'Opa, che generalmente presenta un premio di altre il 10% sul valore dell'azione e di altre considerazioni di convenienza finanziaria, economica o politica, gli investitori decidono se aderire o meno all'offerta, cioè se vendere le azioni o tenerle.

L'Opa volontaria totalitaria invece, viene lanciata per iniziativa dell'offerente, cioè del gruppo che vuole acquisire il 100% della società oggetto della scalata. Inoltre l'offerta pubblica di acquisto può essere consensuale o ostile.

Nel primo caso il consiglio di amministrazione (Cda) della società oggetto di scalata si pronuncia favorevolmente all'offerta stessa, mentre nel secondo caso il Cda della società da scalare è contrario all'offerta. La Consob, l'autorità di vigilanza della Borsa italiana, si occupa del controllo e del corretto svolgimento delle Opa. Dopo la comunicazione dell'Opa, il gruppo acquirente ha 20 giorni di tempo per presentare alla Consob il prospetto con tutti i dettagli dell'offerta⁴⁹.

Le società italiane le cui azioni sono oggetto di offerta e che siano quotate in mercati italiani o europei, devono astenersi dal compiere operazioni che possano contrastare con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, salvo

⁴⁷ L'Offerta Pubblica di Acquisto è obbligatoria quando un soggetto (anche in concerto con altri) venga a detenere a seguito di acquisti a titolo oneroso una partecipazione nel capitale ordinario della società superiore al 30%.

⁴⁸ In Italia la materia è disciplinata dagli artt. 101 *bis* e 112 del D. lg n. 58 del 1998 (Testo Unico della Finanza, TUF)

⁴⁹ Chiappetta F. (2013),Diritto del Governo Societario,La corporate governance delle società quotate,Milano,Cedam.

espressa delibera dell'assemblea ordinaria o straordinaria (*"passivity rule"* o *"regola della passività"*). In altre parole a meno che l'assemblea non deliberi azioni di difesa la società è tenuta a non ostacolare l'OPA.

Sono previste poi delle forme difensive contro le scalate attuabili dagli amministratori; ad esempio le clausole statutarie che assicurano una forte stabilità agli amministratori in carica, richiedendo il rispetto di elevate maggioranze o il verificarsi di alcune condizioni per la loro nomina e la loro revoca.

La difesa contro una takeover ostile può essere inoltre organizzata mediante le cosiddette "pillole avvelenate" (*poison pills*).

Sono pillole avvelenate perché è un'offerta apparentemente nell'interesse dell'azionista, ma in realtà si vuole blindare il controllo della società. Poiché si tratta di azioni privilegiate che nella maggior parte dei casi conferiscono particolari diritti di voto, per cambiare il management bisogna rastrellare molte più azioni di quelle ordinarie per ottenere la maggioranza diventando così un possibile disincentivo per lo scalatore.

Degno di nota è il paracadute d'oro (*golden parachute*) ossia è una clausola contrattuale tra società e top management ove si prevedono buonuscite milionarie ai manager nel caso di scalate ostili.

2.4.3. Le strategie di fallimento (*bankruptcy strategies*).

Le strategie di fallimento sono strumenti indiretti di controllo in quanto permettono di valutare l'effettivo comportamento del manager sulla base del raggiungimento di un dato obiettivo stabilito dalla controparte. Inizialmente la proprietà mette a disposizione del manager una riserva di cassa, c.d. "reverse cash" pari a Y.

Così la proprietà paga al manager un compenso fisso (w) se la sua performance sarà soddisfacente (*satisfactory performance*).⁵⁰

Si ottiene una performance soddisfacente quando il manager sarà in grado di mantenere lungo tutto il suo mandato una riserva di cassa positiva (*positive cash reserve*). Ciò si verifica quando il manager sarà in grado di assicurare alla proprietà un rendimento ulteriore rispetto a quello previsto dalla stessa (r). Infatti, quella parte di rendimento aggiuntivo, confluirà nella riserva di cassa aumentando così di valore; viceversa in caso di perdita si avrà una diminuzione della riserva.

Il manager così sarà rimosso dall'incarico quando la riserva di cassa sarà nulla o negativa (*bankrupt*).

Occorre precisare che la riserva di cassa non è necessariamente un'iscrizione contabile ma più semplicemente può essere un risultato (*accounting fiction o score*) che permette in modo indiretto d'incentivare il comportamento del manager senza sostenere gli elevati costi di monitoring.

2.4.4. La definizione di un contratto implicito: un accordo autosanzionante (*self-enforcing agreement*).

L'accordo autosanzionante è una particolare forma di contratto implicito che è utilizzato per regolare gli scambi tra agenti economici imperfettamente informati.

“Un accordo autosanzionante tra due parti rimane in forza fino a quando ogni parte ritiene di avere maggiori benefici nel continuare l'accordo che nell'interromperlo”.⁵¹

Le parti assumono impegni reciproci anche se in forma non vincolante dal punto di vista legale. Si tratta dunque di un accordo tacito stipulato spontaneamente tra principale e agente la cui efficacia è limitata alle parti, per cui la Legge non prevede nessun tipo di tutela.

⁵⁰ Heller W. P. , Starr R.M. (1986), *Uncertainty, Information and Communication: Essays in Honor of Kenneth J. Arrow*, Vol.III, Cambridge U.Press, Cambridge

⁵¹ Telser G. L. (1980), *A Theory of Self-enforcing Agreements*, in " *The Journal Of Business*, Vol.53,

La violazione dell'accordo comporta solo lo "scioglimento" da parte del diretto interessato venendo meno qualsiasi forma di tutela.

Poiché l'accordo autosanzionante esclude l'intervento di una terza parte, l'incentivo all'opportunismo è troppo grande negli scambi di breve periodo e, quindi, non può essere applicato alle relazioni che prevedono transazioni che si sviluppano in un orizzonte temporale molto limitato. E' una soluzione appropriata quando l'orizzonte temporale della relazione è prevedibilmente di lungo periodo.

"Uno dei maggiori incentivi all'onestà del commerciante è la previsione che i clienti continuino a servirsi da lui".⁵²

L'aspettativa di ripetizione dello scambio costituisce un forte incentivo a rispettare in ogni singola transazione l'accordo definito, anche nel caso in cui la relazione sia condizionata da elementi di incompletezza e non sia sanzionabile da una terza parte. La sanzione in questo caso, non sarà la penalità imposta dall'autorità giudiziaria alla parte che ha violato l'accordo, ma sarà costituita dal mancato profitto dell'intera relazione di scambio.

Un tipico accordo autosanzionante è quello che fa leva sul meccanismo della reputazione dove il manager pur di non perdere il proprio posto di lavoro è disposto a rinunciare ad una parte dei guadagni realizzabili nel rispetto e nella condivisione di regole sociali e di sistemi di valori interni.

Tutto questo è facilmente riscontrabile nella relazione tra principale e agente ossia tra proprietà e manager.

Le condizioni per la definizione di contratti o meglio di accordi autosanzionanti sono:

- *orizzonte temporale dello scambio infinito*: le parti non devono conoscere la data di conclusione dello scambio e la ripetizione della transazione deve essere assunta come infinita. Qualora fosse conosciuta la data d'interruzione dello scambio, infatti, emergerebbe un elevato incentivo alla rinuncia nell'ultimo scambio. Ma il pensar di venir meno all'accordo nell'ultima transazione rende vantaggiosa la defezione anche nella penultima perché sappiamo che, nell'ultimo scambio, le parti non

⁵² Telser G. L. (1980), A Theory of Self-enforcing Agreements ,in" *The Journal Of Business*,Vol.53,

rispetteranno l'accordo("paradosso della catena di vendita", Selter 1978);

- *l'esistenza di una soglia minima di durata dello scambio:*
affinché il meccanismo di self-enforcing possa essere attuato è necessario che, nella fase iniziale, le parti sappiano con certezza che la sequenza delle transazioni ha una durata minima tale per cui i benefici derivanti dal rispetto dell'accordo superano i vantaggi conseguenti alla sua violazione;
- *la certezza della sanzione:* il meccanismo di regolazione *self-enforcing* si basa sulla premessa che la parte che ha subito il danno sia in grado di punire in modo efficace la controparte e di interrompere così lo scambio. Questa condizione deve essere nota ad ambedue le parti prima e durante lo scambio;
- *la reciprocità dei benefici della continuità dello scambio .*

Osservazioni finali.

Per concludere possiamo dire che è possibile fare a meno degli incentivi utilizzati per allineare gli interessi del manager alla proprietà, quando i dirigenti puntano non solo al benessere personale ma soprattutto a quello sociale ossia perseguono la stakeholder theory.

In Italia il conflitto tra manager e azionista è rispetto agli altri Paesi, è contenuto principalmente per due motivi: il primo riguarda l'assetto proprietario aziendale e il secondo invece, si riferisce alle fonti di finanziamento utilizzate dall'impresa.

In particolare le imprese italiane, oltre ad essere principalmente di piccole o medie dimensioni, sono spesso a conduzione familiare che più dei costi di agenzia, patiscono i costi di successione dovuti al cambio generazionale. Poi è importante ricordare che la maggior parte delle imprese contrae un debito nei confronti delle banche e questa dipendenza finanziaria limita la discrezionalità del manager in carica.

A prescindere dal caso specifico, credo che il valore reputazionale inteso come insieme di elementi intangibili, sia importante per garantire il successo di un'azienda il cui valore viene percepito da tutti. In sostanza si tratta di condividere e rispettare valori etici e morali quali il prestigio; la buona fede, di onorare gli impegni assunti; la lealtà; la fiducia; tutti ideali che difficilmente possono essere scongiurati in un contesto di incertezza e di incompletezza contrattuale.

La teoria economica sicuramente ha evidenziato quelle che sono le fonti del problema di agenzia ricollegandone le cause non solo all'assetto proprietario ma al fatto che principal e agent sono portatori di interessi differenti.

Gli scandali finanziari degli ultimi anni dimostrano che gli incentivi utilizzati dalla teoria economica per tentare di risolvere il problema non sempre funzionano.

QUANDO GLI INCENTIVI GENERANO OPPORTUNISMO

Introduzione.

Nel capitolo precedente abbiamo visto come la teoria dei costi di agenzia tenta di risolvere il problema conflittuale tra manager e azionista concedendo degli incentivi al management.

In questo capitolo vedremo come il nostro ordinamento ha accolto la teoria dei costi di agenzia. In particolare da una parte ha legittimato la presenza di incentivi al management e con la riforma del diritto societario ha concesso maggior autonomia decisionale a favore del management dall'altra, con l'inasprimento del rapporto tra proprietà e controllo, ha voluto introdurre una serie di normative a favore non solo degli azionisti ma di tutti coloro che anche indirettamente partecipano alla creazione di valore.

Quindi una buona corporate governance rappresenta per il mercato degli investitori un importante fattore di giudizio sulla qualità dell'amministrazione della società.

3. La saldatura tra il diritto societario e la teoria dell'impresa.

Il diritto societario dei paesi occidentali riconosce la validità alla teoria dell'agenzia ritenendo che esista un problema di agenzia, vale a dire un interesse personale del management di abusare della sua posizione di autonomia per scopi opportunistici, sfruttando la carenza o la mancanza di informazioni della proprietà.

Poiché, secondo la teoria dell'agenzia tale discrezionalità può essere utilizzata dal manager per scopi opportunistici, è legittimo attribuire ai manager degli incentivi al fine di far collimare gli interessi personali con quelli degli azionisti. La giustificazione di tale legittimazione quindi, non è specificamente economica cioè relativa al diritto di ciascuno a guadagnare il massimo possibile dalla propria attività lavorativa, nel rispetto delle leggi, ma precisamente *morale*, perché si ritiene che i piani di incentivazione allineino le funzioni obiettivo degli azionisti e dei manager, evitando la divergenza di interessi tra la proprietà e il management.

3.1. La corporate governance delle società quotate.

La corporate governance o il governo dell'impresa societaria è l'insieme dei valori, regole e procedure che formano il tessuto connettivo della struttura organizzativa societaria con lo scopo di assicurare:⁵³

- una sana e corretta gestione dell'impresa;
- la piena trasparenza delle scelte gestionali, sia all'interno della società sia verso il mercato;

⁵³ Chiappetta F. (2013), Diritto del Governo Societario, La corporate governance delle società quotate, Milano, Cedam.

- una chiara individuazione delle sfere di potere e di responsabilità degli organi sociali, del management e di ogni soggetto operante nell'organizzazione.

Poiché non esiste un modello di corporate governance universale valido per tutte le società, un buon modello di corporate è quello che è in grado di adattarsi a tutte le realtà imprenditoriali sfruttando nuovi margini di miglioramento.

Anche se non assicura necessariamente una performance economica e finanziaria positiva dell'impresa, certamente può influirvi costituendo un presupposto per un efficace ed efficiente gestione dell'impresa.

Con l'evoluzione socio-economica della società per azioni e in particolare con il consolidarsi della separazione tra proprietà e controllo, la riforma del diritto societario ha voluto attribuire maggior autonomia decisionale al management riducendo però il ruolo dell'Assemblea.

E' utile a questo punto ripercorrere la normativa prevista dal diritto societario che nel corso degli anni ha tenuto conto non solo dell'esigenza dell'impresa di reperire risorse sul mercato dei capitali ma anche quello di tutelare maggiormente gli investitori.

3.1.1. La normativa delle società per azioni quotate.

Proprio perché il problema di agenzia riguarda essenzialmente le società ad azionariato diffuso ossia le società quotate (o *market oriented*) che reperiscono le risorse finanziarie sul mercato, è importante approfondire meglio gli aspetti essenziali delle società quotate.

La società per azioni è una società di capitali in cui la responsabilità dei soci è limitata al conferimento effettuato e le quote di partecipazione sono rappresentate da azioni.

Fino al codice civile del 1942 era prevista la presenza di una struttura organizzativa fondata su una tripartizione che vede al vertice l'Assemblea e in diretta derivazione da questa, l'organo amministrativo e il Collegio Sindacale.

Con la riforma societaria, accanto al modello tradizionale, i soci hanno la facoltà di scegliere tra il modello dualistico (di derivazione germanica) e il modello monistico (di derivazione anglosassone).

Nelle società quotate, qualunque sia il modello di governance utilizzato, l'obbligo di affidare la Revisione Legale dei Conti a un revisore legale o a una società di revisione iscritti nell'apposito registro.

Sulla scia dei più recenti scandali finanziari che hanno scosso la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, il D.lgs 303/2006 ha modificato la Legge sul Risparmio 262/2005 e il Testo Unico della Finanza (TUF) e ha introdotto talune innovazioni in tema di corporate governance delle società quotate. Si è intervenuto sui requisiti dei componenti del *board* (almeno uno dei quali o due se il consiglio si compone di più di sette membri, devono essere indipendenti; almeno uno deve essere espressione della minoranza); sulla disciplina degli organi di controllo (es. il presidente del collegio sindacale deve essere nominato dai sindaci eletti dalla minoranza; funzione di vigilanza sulle regole di corporate governance). Vengono altresì rafforzate i poteri e prerogative della CONSOB (Commissione nazionale per le società e la borsa) in quanto vi è l'esigenza di assicurare la trasparenza del mercato e la corretta informazione degli investitori.⁵⁴ Alle società quotate sono imposti pertanto, obblighi informativi in materia contabile, organizzativa e degli assetti societari. E' importante menzionare il codice di Autodisciplina per le società quotate, redatto su iniziativa di Borsa Italia S.p.A., quale società di gestione del principale mercato regolamentato italiano.

La prima edizione risale al 1999 e nel tempo è stato aggiornato più e più volte. Il principio su cui si basa il Codice è quello di *comply or explain*: la società è libera di aderire o meno alle raccomandazioni in esso contenute; qualora vi aderisca in tutto o in parte né da informazione al mercato, precisando quali principi siano stati effettivamente applicati e con quali modalità. In caso contrario la società deve comunicare le ragioni della mancata o parziale adozione.

⁵⁴ Legge del 7 giugno 1974 n.216

Il Codice (articolato in principi, criteri applicati e commenti) si occupa di disciplinare principalmente l'organo di gestione. In particolare intende offrire indicazioni di carattere operativo circa la corretta composizione del CDA, il suo adeguato funzionamento, i meccanismi di controllo a tutela degli azionisti e le politiche retributive del top management.

In sostanza coloro che aderiscono al Codice si basano sul presupposto che la corporate governance sia rilevante ai fini della tutela della proprietà non direttamente coinvolta nella gestione della società.

3.2. L'autonomia decisionale e la responsabilità del manager secondo il diritto societario.

L'ordinamento italiano, come quello dei paesi occidentali, attribuisce alla funzione manageriale ampia autonomia e discrezionalità nella scelta della migliore strategia di governo dell'impresa.

Il diritto societario prevede all'articolo 2380-bis del Codice Civile, secondo comma, che: *“la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale”*.

Tale norma codifica un principio di autorità, di autonomia e indipendenza di giudizio che attribuisce agli amministratori, in via esclusiva, il potere di assumere le decisioni sulla conduzione dell'impresa ai fini del compimento dell'oggetto sociale, senza subire né il condizionamento proprietario, né, tantomeno, quello degli altri stakeholder. Per quanto attiene le grandi società, il diritto societario attribuisce al management i poteri decisionali su tutte le più importanti materie di governo dell'impresa (es. politiche salariali e previdenziali, distribuzione dei dividendi, occupazione, impiego delle risorse delle imprese, sistema di premi e punizioni, promozioni, trasferimenti, scelta dell'informazione da riportare all'assemblea degli azionisti).

Se i manager non avessero dei compiti autonomi rispetto a quelli della proprietà non ci sarebbe la necessità di impartire loro neanche un dovere o una regola da

osservare, ma soprattutto non potrebbero essere ritenuti responsabili per le scelte operate nella sfera del governo dell'impresa.

Tutto ciò comporta l'impossibilità da parte degli amministratori di sgravarsi dalle proprie responsabilità per le decisioni assunte da loro stessi. Infatti, lo stesso codice attribuisce al management dell'impresa la responsabilità per i reati commessi per gli atti compiuti dagli stessi (come le false comunicazioni sociali, l'indebita ripartizione degli emolumenti). Il potere di decidere senza subire interferenze, è strettamente vincolato al dovere di responsabilità e quindi, di conseguenza, gli amministratori sono responsabili verso la società come persona giuridica, e in secondo luogo rispondono dei danni procurati ai creditori sociali, ai singoli soci o a terzi in genere. A tale riguardo, il diritto societario prevede che, nei confronti della società, i manager devono agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e rispondere (responsabilità contrattuale) per i danni derivanti dall'inosservanza dei doveri imposti dalla legge e dallo statuto, anche senza una specifica prova della loro colpa nell'aver determinato il danno, ma solo per non avere fatto quanto potevano per evitarlo o per attenuarne le conseguenze dannose.⁵⁵

Nel caso dei creditori, dei soci e di altri soggetti terzi, la norma societaria prevede una sanzione di responsabilità dell'amministratore, ma il provvedimento sanzionatorio è subordinato alla produzione della prova da parte dell'azionista ricorrente, il quale deve dimostrare che la decisione dell'amministratore era lesiva dell'interesse sociale generale, adottata in presenza di un conflitto di interessi.⁵⁶

In Italia, la questione della responsabilità manageriale, negli ultimi anni, è stata oggetto dell'attenzione del legislatore che ha adottato provvedimenti, sia in termini normativi con il varo del D. lgs. 8 giugno 2001, n.231 che disciplina la responsabilità delle imprese per gli illeciti amministrativi commessi dai dirigenti per loro conto, sia in termini di Corporate Governance con la riforma del diritto societario varata con il D.lgs. 17 gennaio 2003 n.6 che ha ridisegnato l'organizzazione interna delle società per azioni italiane.

⁵⁵ art 2392 c.c.

⁵⁶ art 2393 bis c.c.

La riforma del diritto societario, a differenza di quanto stabiliva l'ordinamento precedente, ha ampliato l'autonomia manageriale dall'azionariato, prevedendo che lo statuto delle società per azioni non può riservare alcun atto di gestione all'assemblea e che gli amministratori non possono sottoporre alla stessa, neppure per un eventuale parere, atti di gestione⁵⁷.

Si può affermare, pertanto, che la riforma ha allontanato gli azionisti dalla gestione, ma questo significa che il legislatore ritiene fondamentale l'autonomia decisionale dei manager pur mantenendo inalterato il divieto assoluto per gli amministratori, a perseguire interessi diversi da quelli dei soci.

Il manager, dunque, ha il diritto di agire, ma indipendentemente dalla sua personale adesione a una tavola di valori o a un'altra (*stockholder value* o *stakeholder value*), egli ha un dovere fiduciario verso gli azionisti.

La libertà manageriale va quindi utilizzata sempre per il fine della remunerazione dei capitali investiti dai proprietari. Gli amministratori quindi devono perseguire la massimizzazione del profitto per i soci, ma solo se questi atti di governo non sono pregiudizievoli per gli interessi degli stakeholder. Ad esempio, un manager non può danneggiare i consumatori immettendo nel mercato prodotti di scarsa qualità, ovvero senza osservare le norme in materia di igiene e di standard merceologici, al fine di diminuire i costi di gestione e quindi, così facendo, aumentare la redditività dell'impresa.

⁵⁷ Costi R. (2005), *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano* in Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa, Milano, Bancaria Editrice.

3.3. L'importanza delle regole di corporate governance secondo Zingales.

Zingales 1998 ha dato importanza alla definizione delle regole di corporate governance in quanto permettono la distribuzione del surplus economico, generato dall'impresa, tra tutti gli stakeholder.

In particolare le regole del governo societario influenzano la divisione del surplus tra manager e azionisti e questo impatta sull'incentivo che questi hanno nel contribuire alla massimizzazione del valore dell'impresa.

Secondo Zingales vi sono tre motivi che richiedono la necessità d'intervento:⁵⁸

- in materia di *disclosure*: le imprese hanno pochi incentivi a comunicare le informazioni ;
- per prevenire frodi aziendali: nelle società di capitali la presenza della responsabilità limitata riduce la pena che può essere inflitta in caso di frodi;
- l'accentuarsi del conflitto d'interesse tra manager e azionisti.

E' importante soffermarsi su quest'ultimo aspetto in quanto negli anni il rapporto tra azionisti e manager è cambiato notevolmente.

L'autore evidenzia tre ordini di cause che hanno generato tale cambiamento. La prima riguarda la presenza di misure difensive contro la scalata ostile che limitano la possibilità di arginare il potere del management. Infatti la presenza di scalate ostili consente un cambio direzionale dell'impresa qualora il manager non persegua gli obiettivi della proprietà.

In secondo luogo, l'accresciuta complessità delle organizzazioni rende più semplice *deviare* le risorse; infatti nelle realtà aziendali di grandi dimensioni, è difficile controllare e verificare la condotta del management. A ciò va aggiunta l'ampia autonomia decisionale di cui dispone il manager per la gestione dell'impresa. Gli ultimi scandali finanziari, stranieri e non, hanno evidenziato la capacità dei manager di sfruttare la posizione di vantaggio informativo rispetto agli investitori (es. scandalo Tyco, Parmalat). In molti casi si è trattato di dissimulare l'effettivo stato di salute dell'impresa mediante l'utilizzo di manovre contabili tese a gonfiare il valore azionario dell'impresa. Infatti tutte le decisioni

⁵⁸ Zingales L.,(2004),The Costs and Benefits of Financial Market Regulation, ECGI Working Paper Series in Law,n.21,pp. 36-41.

che riguardano gli investimenti in azioni, obbligazioni o titoli atipici, sono frutto di valutazioni fatte sulla base delle informazioni contabili predisposte dal manager (il bilancio di esercizio e o del bilancio consolidato). Quindi gli investitori acquistano titoli quando la loro valutazione è maggiore del prezzo corrente e viceversa vendono quando la loro valutazione è più bassa. Solo il manager conosce l'effettivo valore dell'impresa e influenza di conseguenza il suo valore di mercato. Se il manager poi, è retribuito sulla base dei dividendi o beneficia di stock options, ha tutto l'interesse a massimizzare i dividendi al fine di migliorare il proprio profitto.

3.3.1. Le possibili soluzioni al problema tra manager e azionista.

Zingales dopo aver individuato le cause principali del conflitto d'interesse tra manager e azionista, vuole analizzare quelle che potrebbe essere valide soluzioni a tale problema.

Per prima cosa è sostenitore del fatto che la predisposizione di un piano di stock option deve ritenersi un costo per la società in quanto la tesi secondo cui le stock option "non costano nulla" *viene molto spesso usato in riunioni consiliari per giustificare premi più elevati all'Amministratore Delegato*.⁵⁹ Quindi, *l'expensing stock option* può influenzare il pensiero degli azionisti sulla *compensation* del CEO e quindi incidere sul loro voto in assemblea.

Un modo per rendere la disclosure più trasparente potrebbe essere quello di prevedere a carico dell'amministratore il dovere di comunicare preventivamente la volontà di vendere le azioni delle società; in questo modo si limita la possibilità di comportamenti opportunistici e si scoraggia ad andarsene.

Per quanto riguarda la possibilità di limitare le frodi aziendali, la soluzione più semplice potrebbe essere quella di aumentarne le sanzioni però questo genera dei costi di controllo ex post e ex ante a carico degli enti pubblici e privati. In

⁵⁹ Zingales L., Zingales L.,(2004),The Costs and Benefits of Financial Market Regulation, ECGI Working Paper Series in Law,n.21,pp. 36-41.

effetti l'autore ritiene che ci sia una soluzione più conveniente ossia quello di stabilire un sistema di retribuzione per i dipendenti.⁶⁰ La maggior parte dei dipendenti pur non beneficiando direttamente dalla frode non parlano, perché? Perché c'è il rischio che il dipendente che ha contribuito a smascherare la frode, possa compromettere la propria carriera in quanto *nelle organizzazioni, la fedeltà paga più dell'onestà*.

In questo caso la normativa da sola non è sufficiente! Per questo motivo il premio deve essere proporzionato alle dimensioni della frode. La frode Parmalat non sarebbe durata 15 anni, se ci fosse stato un modo formale di premiare chi ha contribuito a identificare la frode.

Ci sono diversi vantaggi di questo sistema rispetto alle forme più tradizionali di monitoraggio. Innanzitutto, tale incentivo non necessita di una struttura costosa; in secondo luogo, il dipendente è maggiormente motivato ad assumere comportamenti a favore della proprietà dato le scarse possibilità di trovare lavoro altrove.

Infine, a differenza dei tradizionali sistemi di controllo, qualora fosse inefficace non costa nulla ossia se non viene fornita alcuna informazioni preziose, nessun premio è pagato.

3.4. La teoria della libertà negativa: quando le stock option generano opportunismo.

L'incentivo economico è utilizzato dal legislatore che assume come valide le conclusioni della teoria dell'agenzia e tenta di allineare le funzioni obiettivo della proprietà e del management. L'uso frequente di tale strumento ha fatto sì che le stock option rappresentino la principale voce dei compensi dei manager ed ha avuto esiti positivi dato che durante gli anni '90 il corso delle azioni è aumentato di 4-6 volte e in alcuni casi di 20-30 volte.

⁶⁰ Zingales L.,(2004),The Costs and Benefits of Financial Market Regulation, ECGI Working Paper Series in Law,n.21,pp. 36-41.

Nel caso dell'incentivo quindi, il disegno della proprietà è quello di creare una perfetta coincidenza di fini tra le pretese di remunerazione del capitale e l'agire interessato del manager. Ma il risultato finale non è affatto scontato; anzi in molti casi si ha l'effetto contrario perché la comunanza di interessi di base non c'è e non può neanche essere costruita a tavolino attraverso una promessa di un guadagno. Ciò che accade infatti è che i manager pur di far crescere le azioni, hanno addirittura portato al fallimento le imprese dopo avere accumulato pesanti perdite e avere prodotto, a causa degli effetti reputazionali, enormi perdite di valore dei titoli. Si pone dunque un problema morale di sicurezza e di tutela degli interessi degli azionisti e degli stakeholder, in quanto le esternalità sociali direttamente ascrivibili ai comportamenti opportunistici dei manager incentivati, hanno prodotto distruzione di valore economico e costi pubblici di grandi dimensioni e di devastante impatto, come si può facilmente evincere da recenti studi.⁶¹

Infatti nella realtà i fatti ci dimostrano che le gli incentivi generano sovracompenzioni e che istigano i manager a gonfiare il più possibile il corso delle azioni, quindi a occultare perdite o a far apparire profitti inesistenti, anche con la complicità a pagamento degli analisti e dei revisori contabili, proprio perché egli possa realizzare la promessa di guadagno legata al valore delle azioni.⁶²

Un caso emblematico è quello della Arthur Andersen, la società di revisione più gloriosa del mondo, che ha certificato come "corretti" comportamenti manageriali lesivi nei confronti degli azionisti ed ha consentito loro di continuare a lucrare sui compensi.

Ne consegue che se il problema morale è l'opportunismo del management, occorrerebbe eliminare le cause che lo producono e cioè gli incentivi che peraltro, come abbiamo visto, sono abnormi. Purtroppo la legge finora ha considerato valide le conclusioni della teoria dell'agenzia e di conseguenza non ha vietato ai manager di percepire incentivi.

⁶¹ Gallino L. (2005), *L'impresa irresponsabile*, Torino, Einaudi, p.170.

⁶² *Executive Excess 2002*" rapporto curato da due gruppi di ricerca sulle tematiche sociali e del lavoro, l'Institute for Policy Studies di Washington e l'United for a Fair Economy di Boston.

3.5. Considerazioni conclusive sul contributo delle stock option alla qualità dei piani d'incentivazione.

Per un lungo periodo si è ritenuto che fosse sufficiente assegnare stock option per ottenere dal personale comportamenti in linea con quello della proprietà. In realtà si è verificato spesso che le stock option hanno fatto l'interesse dei manager mentre gli azionisti hanno visto diminuire il valore delle loro partecipazioni.

In generale i sistemi premianti possono essere studiati non soltanto come strumenti idonei a ridurre i costi di agenzia ma come parte essi stessi del problema di agenzia.⁶³

A questo punto è importante configurare un piano di emissione di stock option non convenzionale che prefiguri ex ante una soddisfacente tutela degli interessi degli azionisti ed inibisca esiti distorti di questo strumento d'incentivazione.⁶⁴

Si tratta in sostanza, di evitare :

- che i manager siano premiati per performance non sufficienti a generare valore per gli azionisti;
- l'effetto "windfall": cioè che i manager siano premiati per rialzi delle quotazioni che non hanno nulla a che fare con la loro performance o che si manifestino in presenza di performance negative;
- che i manager possano liberamente decidere quando vendere le azioni quotate.

Quest'ultimo problema può essere facilmente risolto attraverso opportune clausole contrattuali restrittive che limitino il diritto di disporre delle azioni e di inibire così comportamenti opportunistici.

Più complessi sono invece i primi due problemi e la letteratura ha ideato due tipi di approcci.

Il primo lega il prezzo di esercizio ad indici azionari di mercato o di settore ; il secondo approccio subordina l'esercizio del diritto di opzione a condizioni

⁶³ Bebchuk L.A.,Fried J.M. (2002),Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay ,pp.21-30

⁶⁴ le stock option di tipo convenzionale sono prive di specifiche cautele contro guadagni ingiustificati da parte dei manager; fanno eccezione solo il 5% delle prime 250 società (Cfr.Bebchuck Fried)

sospensive. Nel primo caso si propone di legare il prezzo di esercizio ad un indice dei prezzi delle azioni al fine di modificarne l'importo di anno in anno. Nel secondo l'esercizio del diritto è subordinato al conseguimento dei risultati gestionali espressi in termini di profitto economico raggiunto. In molti casi viene utilizzato la metodo EVA ,di stampo anglosassone, perché assicura un'adeguata tutela degli interessi degli azionisti rispetto ad esiti distorti in quanto è la misura in termini assoluti del surplus di valore creato dall'impresa in rapporto agli investimenti in essere.

Nello specifico si basa sulla differenza tra il rendimento e il costo del capitale investito nell'azienda, ovvero misura il reddito generato in eccesso rispetto al costo sostenuto per la remunerazione del capitale investito.

$$EVA=(r-WACC)* C_i \quad \text{oppure} \quad EVA=NOPAT-(WACC*C_i)$$

se $r > WACC$ allora $Eva > 0$ quindi si genera valore

r = rendimento sul capitale

$WACC$ =(Weighted average cost of capital)=costo medio ponderato del capitale

C_i =capitale investito rettificato (patrimonio netto+ debiti finanziari+ equity equivalents).

Conclusioni.

Non c'è un modello di corporate governance che va bene per tutte le imprese, dipende dal tipo d'impresa, dalle dimensioni, ecc.; sicuramente un tipo di governance in cui l'azionista è ben distante dalla gestione, lascia molto margine di discrezionalità al management.

Spesso il conflitto d'interesse differentemente da quanto asserito dalla teoria dei costi di agenzia, non si risolve attraverso piani d'incentivazione, così come testimoniamo i recenti scandali finanziari. Gli amministratori infatti, anziché raggiungere l'oggetto sociale per il quale sono stati assunti, perseguono l'interesse privato soprattutto quando ricevono senza alcun limite, forme di incentivazione azionaria quali le stock option. In particolare simulano il profitto in modo tale da gonfiare il valore di mercato delle azioni detenute nel breve periodo per poi vendere i titoli prima del manifestarsi di situazioni di crisi finanziaria.

L'opportunismo manageriale, secondo la tesi della libertà negativa, pertanto è causato dalla stessa proprietà che, attraverso l'incentivo, mette in scacco lo spazio della discrezionalità manageriale.

I manager non sono proprietari e non devono esserlo, ma quando vengono incentivati dalla proprietà con le stock option, vengono istigati ad agire come se lo fossero. Così facendo si pone in concorrenza a questa e ciò accade perché l'incentivo trasforma la figura manageriale in un particolare tipo di proprietà che ha un interesse uguale e contrario a quello proprietario. Secondo la teoria della libertà negativa, per migliorare l'agire morale dei manager d'impresa, bisogna separare l'interesse dal potere. Se la proprietà tiene chiusa la borsa degli incentivi e offre al manager una retribuzione congrua al ruolo e alle responsabilità, senza ulteriori forme di compensazione dello sforzo, mette al sicuro dal non subire interferenza da parte di un management opportunistico e autointeressato sulle giuste pretese degli azionisti alla remunerazione del capitale investito.

**IL FATTORE MORAL HAZARD NELLA CRISI.
QUANDO LA REGOLAMENTAZIONE INCENTIVA
COMPORAMENTI DI AZZARDO MORALE.**

Introduzione.

Abbiamo visto fin qui che la presenza del moral hazard è dovuta all'inefficienza dei controlli e alla scarsa possibilità di poter influenzare correttamente i comportamenti della controparte mediante l'utilizzo di incentivi.

In questo capitolo cercherò di evidenziare come la regolamentazione del mercato finanziario possa incentivare comportamenti di azzardo morale da parte degli agenti economici.

Mi riferisco alla crisi statunitense dei mutui subprime le cui ripercussioni sono tuttora evidenti. In pratica il governo statunitense attraverso degli incentivi perversi, ha reso le banche più propense al rischio facendo ricadere gli effetti di tali comportamenti sugli investitori e sui contribuenti.

La crisi finanziaria ha messo in luce dunque le carenze del sistema finanziario internazionale, incapace di monitorare l'esposizione ai rischi sostenuti dagli attori in gioco, l'inefficacia della regolamentazione e l'inadeguatezza dei modelli di vigilanza.

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato un significativo peggioramento delle attese degli operatori portando al crollo della fiducia e al deterioramento delle aspettative.

La solidità del rapporto banca-impresa è molto importante soprattutto nel contesto italiano dove i consumi e gli investimenti sono finanziati principalmente dalle banche. Di conseguenza una profonda sfiducia potrebbe compromettere l'intera economia.

Possiamo concludere dicendo che la crisi economica è la risultante di una diffusa sfiducia nella funzionalità allocativa del sistema finanziario ,di un uso eccessivo della leva finanziaria e non da ultimo, di *modalità azzardate* di trasferimento del rischio di credito.

4. Cosa si intende per regolamentazione e perché regolamentare l'attività economica.

La regolamentazione consiste nel controllo, finalizzato e prolungato nel tempo, esercitato da un'agenzia pubblica o privata su attività che creano valore sociale.⁶⁵

Il mercato attraverso il meccanismo dei prezzi è in grado di garantire la libertà negativa individuale e allocare in maniera efficiente le risorse disponibili.

La tradizionale giustificazione che la teoria economica dà dalle regolamentazioni consiste nel fatto che nella realtà i mercati non vivono in condizione d'informazione perfetta e non sono capaci di generare risultati efficienti per diverse ragioni, giungendo così ad una soluzione di *second best*.

⁶⁵ Selznick, P. (1985) Focusing Organisational Research on Regulation. In: Noll, R., Ed., Regulatory Policy and the Social Sciences, University of California Press, Berkeley, pp.363-364.

In particolare, per l'approccio paternalistico la regolamentazione è giustificata dal fatto che gli agenti non sono pienamente razionali e o non sono pienamente informati delle conseguenze delle loro azioni e per questa ragione possono effettuare scelte che vanno contro i loro interessi. Secondo altri invece, la regolamentazione è stata introdotta solo per massimizzare i benefici privati di alcuni gruppi di individui, spesso di quelli che sono al potere (approccio della public-choice). Coase poi, ne fa una questione di efficienza tecnica ossia la regolamentazione andrebbe perseguita solo se i costi di transazione per giungere all'allocazione desiderata, sono minimizzati.

In un mondo ove vi sia informazione imperfetta, gli economisti suggeriscono due sistemi di regolazione efficienti al fine di risolvere i fallimenti di mercato: regolazione ex ante e regolazione ex post.

Con il primo, gli organismi di controllo individuano un livello precauzionale efficiente e trasmettono attraverso i *regolamenti*, i giusti incentivi agli operatori del mercato; invece con il secondo, in caso di violazione dei suddetti limiti, gli operatori saranno esposti al risarcimento del danno.⁶⁶

La letteratura economica ha spesso approfondito separatamente le caratteristiche dei due sistemi di regolazione anche se poi nella realtà sono spesso applicate congiuntamente.

Shavell ha evidenziato come due sistemi si compensino tra loro: nel sistema ex ante l'agente soffre di un problema di asimmetria informativa, dall'altro il sistema ex post presenta la possibilità che le parti non paghino completamente il danno verificatosi.

In particolare il sistema italiano ha espanso la regolazione soltanto in una direzione, quello di un sistema prudenziale ex ante con una gestione del monitoraggio, anche attraverso l'intervento delle autorità (es. sistema finanziario).

⁶⁶ Calabresi G. (2008), *The Costs of Accidents: A Legal and Economic Analysis*, Yale University Press

4.1. La regolamentazione ex ante e regolazione ex post: vantaggi e svantaggi.

La regolamentazione ex ante ed ex post sono due strumenti predisposti dallo Stato che consentono di controllare e verificare il rischio di danni causati dall'attività economica. Entrambi gli strumenti influenzano il comportamento del soggetto poiché mirano a ridurre sia la probabilità di comportamenti azzardati sia sul livello del danno causato.

Questi strumenti di controllo sono interdipendenti: non avrebbe senso parlare di regolamentazione se poi di base non sono previste sanzioni; allo stesso tempo non avrebbe avuto senso parlare di responsabilità se non vi sono le norme che statuiscono i casi e le modalità di applicazione.

Gli strumenti di tutela presentano due differenze sostanziali: la prima riguarda il soggetto che governa e gestisce lo strumento; la seconda invece si riferisce alle procedure che consentono l'utilizzo di tale strumento.

Per quanto riguarda il primo aspetto, con la regolamentazione lo Stato interviene *ex ante* imponendo alla società il rispetto di norme e procedure al fine sia di promuovere l'iniziativa economica ma anche di limitarla. Invece le regole di responsabilità (o sistema di *liability*) pur essendo anch'esse previste dallo Stato, sono attivate solo *ex post* dagli agenti del mercato quando ritengono di aver subito un danno provocato dalla controparte.

Inoltre gli strumenti in esame si differenziano per le procedure che vengono utilizzate per verificare o meno la sussistenza del danno.

Nel caso della regolamentazione si accerta *ex ante* che il comportamento degli agenti sia conforme agli standard previsti, quest'ultimi hanno una portata generale e non dipendono da casi particolari. Il soggetto che non rispetta gli standard previsti è soggetto a sanzioni civili e nei casi più gravi, a quelle penali. La responsabilità invece è accertata dal giudice ha il diritto di valutare e decidere, sulla base delle informazioni e dei fatti rivelate dalle parti, se e in quale misura il convenuto è da ritenersi responsabile del danno subito dalla vittima. Una volta appurata la colpa, si quantifica l'ammontare del risarcimento a favore della vittima.

Secondo Shavell, sono cinque gli elementi essenziali di cui tener conto per scegliere fra strumenti di controllo ex ante ed ex post⁶⁷:

1. il rischio del danno coinvolge molte persone:
si perde l'incentivo privato ad intervenire per contrastare il danno perché il soggetto che interviene supporta interamente il costo privato ma si appropria solo in parte dei benefici (*free riding*);
2. la limitata capacità delle parti di risarcire il danno: a causa della responsabilità limitata delle società di capitali o dell'insufficienza del patrimonio su cui soddisfarsi;
3. il colpevole deve essere identificato in modo oggettivo:
quando ciò non è possibile si preferiscono strumenti di controllo ex ante;
4. la disponibilità di informazioni utili : che vengono utilizzate per prevenire il danno;
5. il sostenimento di costi amministrativi: se la probabilità del danno è molto basso, si preferiscono strumenti ex post.

Shavell conclude affermando che i costi amministrativi e il livello di conoscenza sono a favore del modello basato sulla regolazione ex post mentre l'incapacità a risarcire il danno a causa della responsabilità limitata, sono a favore del sistema di regolazione ex ante.

Altra differenza importante tra i due tipi di regolazione riguarda l'enforcement delle norme. Generalmente le autorità di regolazione hanno maggiore facilità nell'emanare sanzioni per i soggetti che violano le proprie disposizioni e d'altro canto invece, i giudici risultano essere più indipendenti e proprio per questa ragione necessitano di motivare in modo attento le proprie decisioni.

⁶⁷ Shavell S. (1987), *Economica Analysis of Accident Law*, Harvard University.

4.1.2. I limiti degli strumenti di controllo.

Dall'analisi fatta in precedenza, è evidente che entrambi gli strumenti presentino dei limiti.

La regolamentazione può rivelarsi inefficiente perché applica lo stesso standard a tutti i soggetti ignorando il fatto che il rischio muta da produttore a produttore.

Quanto detto fa riferimento all'ipotesi di regolamentazione

E' consigliabile quindi, che il livello di prevenzione di ciascun soggetto sia correlato al rischio del danno che quella specifica attività può generare.

Il limite più evidente delle regole di responsabilità è quello relativo all'*enforcement* ossia la probabilità che venga individuato e condannato il vero colpevole del danno è inferiore a uno. Questo fa sì che il soggetto diventa più propenso al rischio decidendo quindi di non sostenere i costi di prevenzione; tale comportamento incide in maniera negativa sia sulla probabilità di verificarsi il danno nonché sul valore dello stesso.

In generale un sistema basato sulla regolazione *ex post* è molto più efficiente quando la parte danneggiata hanno maggiori informazioni e quando la probabilità di verificarsi dell'incidente è molto bassa. La regolazione *ex ante* è migliore quando la probabilità di rischio è alta e quando gli standard precauzionali richiesti sono facilmente implementabili e controllabili.

4.2. La ciclicità della regolamentazione.

Un aspetto importante della regolamentazione è la sua ciclicità. Durante il periodo di crescita economica, l'opinione pubblica ha una buona percezione delle imprese e la classe politica non vuole essere incolpata per un possibile rallentamento economico proponendo nuovo regolamento. D'altra parte,

durante il boom le imprese consolidate sono meno propensi a fare pressioni per le restrizioni alla concorrenza.⁶⁸

Al contrario, durante la fase di recessione necessità d'intervento è più forte (Rajan e Zingales, 2003) perché:⁶⁹

1. la probabilità che si verifichino scandali è molto alta; quest'ultimi minano la fiducia del pubblico verso i mercati;
2. durante le recessioni più persone sono in difficoltà economica: aumenta così la richiesta politica di una qualche forma di sollievo pubblico;
3. gli operatori economici diventano più interessati a proteggere la loro quota di mercato, che li rende più suscettibili di un accordo politico.

Ci sono però altrettanti problemi legati alla prociclicità della regolamentazione. In particolare visto che nasce nella fase recessiva, si tende a sopravvalutare ex post della stima e una sottovalutare ex ante il motivo ed viene stabilita a favore del gruppo politico più forte. La regolamentazione è destinata ad essere sbilanciata in favore dei gruppi politicamente più potente.

Il secondo problema è che la necessità politica di fornire una risposta tempestiva il più delle volte non consente una soluzione ottimale.

4.3. Le tipologie di regolamenti.

I regolamenti sono norme giuridiche poste in essere da organi amministrativi e sono leggi in senso sostanziale, non in senso formale.

La differenza fra legge e regolamento sta soltanto nella diversa rispettiva efficacia formale. La legge, atto dell'organo legislativo, ha valore giuridico

⁶⁸ Rajan R.G., Zingales L.(2004),The great reversals:the politics of financial development in the twentieth century, in "*Journal of Economics*",

⁶⁹ Rajan R. G., Zingales L. (2004),The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century,in "*Journal of Economics*"

assoluto; il regolamento, atto di autorità amministrativa, ha l'efficacia formale di atto amministrativo, ha valore giuridico relativo, perché è valido solo in quanto sia legittimo, cioè non contraddica a una legge formale. Il regolamento può essere quindi, sindacato dal giudice quanto alla legittimità.⁷⁰

La regolamentazione fa riferimento poi a due modalità estreme di organizzare gli scambi e la produzione:

- attraverso i meccanismi impersonali del mercato;
- attraverso i meccanismi personali della pianificazione.

E' possibile distinguere due tipologie di regolamentazione :sociale e economica.

La *regolamentazione sociale* si occupa di tutelare:

- la diffusione di informazioni private(es. le reg. a tutela dei consumatori);
- la qualità dei prodotti e dei sistemi produttivi(es. licenze),
- la disponibilità di beni e servizi socialmente meritevoli;
- gli interessi delle generazioni future.

La *regolamentazione economica* invece, disciplina :

- la tutela della concorrenza(es. antitrust, corretto funzionamento dei mercati);
- regolamentazione dei monopoli naturali e della produzione dei beni pubblici
- le azioni degli agenti economici.

4.4. La crisi statunitense dei mutui subprime.

Nel 2007 è scoppiata la crisi finanziaria internazionale meglio identificata come “crisi dei subprime” che ancora oggi continua a dispiegare i suoi effetti devastanti. L'origine della crisi è riconducibile alla forte espansione del mercato immobiliare dovuta alla possibilità da parte delle banche di concedere mutui

⁷⁰ art. 5 della legge 20 marzo 1865, n. 2248

per l'acquisto d'immobili anche a favore di controparti con elevato rischio di insolvenza. I cosiddetti mutui subprime ("sub" si intende "al di sotto" e "prime" indica il grado di affidabilità del contraente) sono mutui concessi a debitori che presentano un'elevata rischiosità in ragione alle proprie capacità di solvibilità del credito. Ad essi sono richiesti condizioni meno favorevoli a fronte del maggior rischio assunto dalle banche.

Al fine di classificare i debitori in funzione della rischiosità ad essi associata, il sistema finanziario assegna a ciascun cliente un punteggio compreso tra 300 e 850: i soggetti con meno di 620 punti sono inseriti nella lista dei debitori subprime.⁷¹

Inizialmente, per incoraggiare la restituzione delle somme il piano di ammortamento prevede un tasso fisso basso per il primo anno ed un interesse variabile a partire dal secondo anno.

Grazie alla facile concessione dei finanziamenti, i prezzi degli immobili crescono in modo esponenziale generando un danno soprattutto per i debitori.

Quest'ultimi infatti subendo la rivalutazione dei propri immobili, vedono aumentare il proprio debito e quindi diminuisce di conseguenza la possibilità di far fronte agli impegni presi.

La banca comunque è in grado di tutelarsi sia perché, in caso di insolvenza da parte del debitore può vendere gli immobili ipotecati ad un prezzo più elevato approfittando della rivalutazione, sia perché trasferisce il rischio di insolvenza al mercato attraverso la cartolarizzazione dei crediti ad imprese private con supporto governativo, come Fannie Mae e Freddie Mac.

Circolano così sul mercato i titoli cosiddetti *Asset Backed Securities* (ABS) o *mortgage backed securities*, attraverso i quali non solo le banche riescono ad ottenere maggiore liquidità ma pongono in essere atteggiamenti di azzardo morale in quanto hanno sempre maggiore interesse nel concedere prestiti via via più rischiosi al solo scopo di emettere nuovi asset da vendere sul mercato. Il problema vero e proprio inizia nel 2007 quando il mercato immobiliare inizia a dare segni di cedimento.

Infatti in seguito al continuo aumento dei consumi e del prezzo del petrolio, la banca centrale statunitense ha richiesto un tasso d'interesse più elevato: la

⁷¹ Bottiglia R., *et al* (2011), *Economia della Banca*, Milano, Egea

quota interesse da corrispondere alla banca aumenta e allo stesso tempo, diminuisce il valore di mercato dei beni offerti in garanzia del prestito, i soggetti che avevano richiesto il mutuo, si trovano a rimborsare un debito maggiore rispetto al valore dell'immobile. Le insolvenze dei mutuatari si sono intensificate in misura esponenziale e il valore degli immobili si è ridotto a tal punto da non consentire più alle banche di recuperare il credito concesso. Così il governo in nome del *"too big to fail"* è dovuto intervenire per non far fallire il sistema bancario; molte banche sono state "salvate" ma molte altre come la Lehman Brothers sono costrette a dichiarare il fallimento nel 2008.

4.4.1. Incentivi distorti che hanno causato comportamenti "azzardati".

Le cause del dissesto finanziario sono riconducibili alla presenza d'incentivi che hanno determinato l'esistenza di comportamenti azzardati. Questi sono:

1. le regole di concessione dei prestiti meno rigide: in questo modo riescono ad ottenere un prestito anche soggetti non affidabili;
2. la presenza di condizioni contrattuali inizialmente favorevoli (es. il tasso d'interesse passivo pari all'1%): ha spinto le famiglie americane ad indebitarsi oltre le proprie capacità di rimborso;
3. la cartolarizzazione dei prestiti in titoli rischiosi da parte degli istituti di credito: così facendo si sottovaluta il rischio di credito perché le banche trasferiscono il rischio sugli acquirenti delle obbligazioni (investitori e risparmiatori) con l'obiettivo di trovare nuova liquidità per offrire mutui rischiosi ma anche molto redditizi per le banche;
4. il conflitto d'interesse tra gli emittenti dei titoli e le agenzie di rating: i titoli a rischio elevato venivano offerti sul mercato accompagnati dalla valutazione delle agenzie di rating, in sostanza gli emittenti dei titoli pagano le agenzie di rating per avere la valutazione (fino alla crisi del

2007-2009 questo evidente conflitto di interessi era stato considerato ininfluenza sulla affidabilità del rating).

Fino a quando i mutuatari sono stati in grado di pagare le rate tutta andava bene; quando poi la banca statunitense ha cercato di frenare i consumi facendo leva sul tasso d'interesse, i debitori non sono stati in grado di rientrare. Questo ha comportato una perdita di liquidità per le banche ;la presenza di immobili svalutati in quanto soggetti ad ipoteca; chi vuole vendere per disfarsi del mutuo non riesce a recuperare quanto ha speso e poi i fondi di investimento immobiliari, che le banche hanno in portafoglio e che hanno distribuito ai clienti, perdono rapidamente valore.

4.4.2. Gli effetti della crisi finanziaria sulle imprese.

La crisi bancaria dei mutui subprime ha verosimilmente generato almeno tre ordini di effetti a carico delle imprese:

1. *credit crunch* e riduzione degli investimenti;
2. alterazione del rischio d'impresa (rischio operativo e rischio finanziario)
3. riduzione della ricchezza generata dall'impresa.⁷²

La crisi finanziaria ha ridotto la liquidità delle banche e ciò ha comportato una riduzione dell'accesso al credito da parte delle imprese e/o un aumento del suo costo (*credit crunch*).

L'effetto negativo si è avuto soprattutto nelle imprese più dipendenti da fonti di finanziamento esterne e per la maggior parte costituite da passività bancarie. Inoltre il lavoro di Duchin et al. dimostra che la riduzione degli investimenti aziendali è tanto maggiore quanto più forte risultano essere i vincoli finanziari

⁷² Domenichelli O., Pace R, Vallesi M. (2011), Mutui subprime, investimenti e strutture finanziaria: gli effetti reali della crisi finanziaria sulle imprese, Rirea.

e minore è la disponibilità di riserve di cassa.⁷³ Il credit crunch comporta quindi una diminuzione sia del peso che il debito bancario assume nella struttura finanziaria dell'impresa, sia del costo dello stesso.

In Italia nel 2009 si assiste a una riduzione dei tassi d'interesse praticati dalle banche nella concessione dei prestiti riducendo così il costo del debito; ciò ha comportato una riduzione del rischio finanziario ed un aumento del rischio operativo dell'impresa.

Infatti in seguito alla riduzione del livello di indebitamento e dei tassi d'interesse si verifica una contrazione del rischio finanziario e dunque del costo del capitale. E' importante a questo punto sottolineare il fatto che il minor rischio finanziario emerge soltanto qualora il debito sia sostituito da capitale proprio. Date le difficoltà da una parte, di accedere al credito bancario e dall'altra, di ricorrere a fonti di copertura alternative, le imprese rifiutano validi progetti d'investimento (con VAN positivo) rinunciando così a concrete opportunità di crescita.

In questa situazione di sconforto aumenta il rischio percepito dai creditori e dai proprietari delle imprese e quindi conseguentemente aumenta il costo medio ponderato del capitale aziendale (WACC) e diminuisce il VAN dei progetti d'investimento.

4.4.3. Gli effetti della crisi finanziaria sul sistema bancario italiano.

Tutto ciò che si è verificato negli Stati Uniti ha interessato di riflesso tutto il resto del mondo, compresa l'Italia.

L'impatto sembra riguardare soprattutto grandi conglomerati bancari e assicurativi americani ed europei mentre le banche e le assicurazioni del nostro Paese non pare abbiano avuto significative ripercussioni dirette sui loro

⁷³ Duchin R, Obzas O, Sensoy B.A. (2008), "Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis", in Stephen M. Ross School of Business at the University of Michigan, N.1121,

bilanci.⁷⁴

I motivi del coinvolgimento marginale dei gruppi finanziari del nostro Paese sono fondamentalmente due:

- il primo è che la nostra è una economia molto *retail*: è una economia di famiglie che acquistano una casa per le loro esigenze e non per fini speculativi. Fra l'altro il ricorso ai mutui è concentrato sulle famiglie a reddito più alto, quindi rischi contenuti e ben diversificati;
- il secondo motivo è la prudenza dei nostri banchieri e dei nostri assicuratori: non sono previsti casi di finanziamento pari al 100% del valore dell'immobile acquistato (negli Stati Uniti invece, era quasi prassi raggiungere anche il 120 o 130%). Oltre al rilascio di opportune garanzie (es. ipoteca, fideiussione, polizze assicurative) gli istituti di credito verificano la sussistenza dei requisiti legali ed economici (capacità di rimborso) previsti dalla legge.

Il vero effetto negativo di quella crisi si è verificato per via del calo dei valori di borsa e questo si sta riflettendo sul costo del denaro per le imprese, sul valore delle gestioni patrimoniali e dei titoli in portafoglio e sulle rate dei mutui delle famiglie.⁷⁵

La mancanza improvvisa di liquidità è strettamente legata ai problemi delle banche. Le banche sentono la crisi e non finanziano più le imprese, le quali si trovano improvvisamente senza liquidità per pagare fornitori e stipendi e dopo un po' sono costrette a chiudere. C'è poco da fare: se le banche non pagano, le

⁷⁴ Anelli F., Crisigiovanni L., Pagnoncelli N., Salvatori C., "La relazione di fiducia tra banca e il cliente", http://www.assbb.it/contenuti/news/files/quaderno_242.pdf

⁷⁵ Anelli F., Crisigiovanni L., Pagnoncelli N., Salvatori C., "La relazione di fiducia tra banca e il cliente", http://www.assbb.it/contenuti/news/files/quaderno_242.pdf

aziende chiudono, aumenta così la disoccupazione e diminuiscono i consumi delle famiglie.

4.5. Il ruolo socio-economico della banca nel mercato finanziario.

Tra tutti gli istituti d'intermediazione finanziaria, quello bancario è sicuramente il più importante non solo dal punto di vista finanziario ma anche sociale. Infatti attraverso la raccolta e la gestione dei depositi, contribuisce all'espansione degli investimenti e dei consumi privati rispettivamente per le imprese e le famiglie. Ormai la banca ha perso il ruolo centrale d'istituzione per assumere sempre di più le caratteristiche di "impresa" particolarmente complessa in cui oltre all'attività bancaria tradizionale offre tutta una serie di servizi collaterali di tipo finanziario (es. l'emissione di titoli di credito; il cambio di valute straniere, la custodia di valori in cassette di sicurezza; il supporto a varie operazioni finanziarie come la compravendita di titoli di stato, obbligazioni, azioni, fondi comuni d'investimento e sicav) nonché di consulenza.

E' chiaro che la vasta gamma di servizi offerti alla clientela non è solo frutto di un processo concorrenziale ma di una strategia di *retention* ossia di mantenimento della clientela nel tempo.

Le banche italiane fino al testo unico del '93, facevano una cosa sola: prestavano denaro a medio termine. Non potevano avere partecipazioni azionarie e non potevano essere partecipate se non in misura minima. Quindi c'era una netta distinzione fra le banche d'investimento, ovvero le banche d'affari (Mediobanca) e il sistema del credito ordinario rappresentato da tutte le altre banche, che fino a quella data erano pubbliche.

Dal '93 si è deciso che le banche possono produrre e vendere titoli, cioè costruire i propri fondi composti di titoli e venderli, svolgendo una funzione d'intermediazione finanziaria. Attraverso i propri sportelli, le banche hanno iniziato a proporre i titoli finanziari, ma le persone che si affacciano a questi

settori non hanno la cultura per comprendere la natura finanziaria di ciò che gli viene proposto.

Lo stesso si è verificato qualche anno dopo negli Stati Uniti con l'abrogazione nel '99 del "Glass-Steagal Act " che ha permesso alle banche statunitensi di svolgere attività finanziaria.

La crisi finanziaria che negli ultimi anni ha coinvolto gli operatori economici ha comunque un grande impatto emotivo perché le banche sono considerate dai clienti non solo come un'impresa ma soprattutto come un'istituzione di cui fidarsi.

Poiché le banche sono chiamate a partecipare costruttivamente all'economia del Paese, è tanto evidente quale possa essere il danno nei casi in cui (come casi Parmalat e Cirio) le banche in maniera consapevole o anche inconsapevole, sono parte di un processo di distruzione di ricchezza dei loro clienti.⁷⁶

4.5.1. La garanzia del fondo interbancario come forma di opportunismo post contrattuale.

Come abbiamo visto in precedenza, una situazione di asimmetria informativa genera non pochi problemi soprattutto quando le parti sono in conflitto d'interesse. In particolare nei contratti che hanno a oggetto strumenti finanziari, l'informazione non è equamente distribuita tra il datore di fondi e il prenditore di fondi poiché quest'ultimo è in possesso di maggiori e migliori elementi per valutare la propria affidabilità. Per questo motivo il prenditore in base alle informazioni a sua disposizione può condizionare a proprio vantaggio l'evoluzione e la conclusione del rapporto di finanziamento.

⁷⁶ Anelli F.,Crisigiovanni L., Pagnoncelli N., Salvatori C., "La relazione di fiducia tra banca e il cliente", http://www.assbb.it/contenuti/news/files/quaderno_242.pdf

Per questo motivo, i finanziamenti non sono concessi facilmente se non si hanno le giuste garanzie, pur rischiando di creare un sistema bancario “rigido”. Vi sono due fasi cui ricorrono le banche dal momento in cui un privato o un’impresa chiedono il credito: una fase preliminare chiamata *screening* nella quale si valutano i soggetti richiedenti, l’ammontare della richiesta e la dilazione dal mutuo; l’altra fase detta *monitoring*.⁷⁷ Quest’ultima è una fase di monitoraggio post-contrattuale relativa alle modalità di utilizzo del credito e alla presenza di eventuali operazioni che possono celare vere e proprie difficoltà finanziarie da parte dell’affidato (es. ritardi nei pagamenti). Nonostante le garanzie richieste per la concessione dei crediti, persiste comunque la possibilità che non vengano restituiti, danneggiando l’intero sistema economico.

Un comportamento di azzardo morale si può verificare in presenza di una garanzia sui depositi. In Italia è stato costituito il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD) nel 1987 la cui adesione è divenuta obbligatoria dal 2011 da parte di tutte le banche italiane, costitutesi sotto forma di società per azione.⁷⁸ Il fondo garantisce una copertura massima fino a 100.000€ per depositante e per istituto di credito nel caso di mala gestione da parte della banca.

La presenza del FITD o di qualsiasi altro tipo di garanzia, influenza il comportamento non solo dell’assicurato ma anche dei banchieri. In particolare il primo perde non solo l’incentivo a monitorare l’andamento della propria banca ma anche ad esercitare una “pressione” mediante la corsa agli sportelli; i secondi invece hanno più incentivi nell’intraprendere decisioni particolarmente rischiose.⁷⁹ Infatti, in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca è previsto l’intervento delle banche “virtuose” che in questo modo pagano i fallimenti altrui e disincentivano gli istituti finanziari dal gestire il rischio di credito.

E’ importante ricordare però, che l’assenza della garanzia sui depositi aumenta il costo della raccolta per gli istituti creditizi in quanto nel caso in cui quest’ultimi volessero aumentare il grado di rischio delle loro attività

⁷⁷ Bottiglia R. *et al* (2011), *Economia della Banca*, Milano, Egea.

⁷⁸ Il legislatore italiano ha recepito la Direttiva 94/19/CE con il D. Lgs. del 4 Dicembre 1996, n.659 e la Direttiva 2009/14/CE con il D. Lgs. del 24 marzo 2011, n.49 in vigore dal 7 maggio 2011.

⁷⁹ Miller G. (2011), *Trust, Risk , and Moral Hazard in Financial Markets*, Bologna, Il Mulino.

sostengono un costo maggiore dovuto all'innalzamento del rischio di mancato rimborso⁸⁰.

Per questo motivo sono stati introdotti dei coefficienti minimi patrimoniali di solvibilità con l'intento di limitare il moral hazard di azionisti e amministratori delle banche.

4.6. "L'ultimo" scandalo italiano: l'azzardo morale delle banche

Il rapporto banca-impresa è forse uno dei rapporti più difficili e complessi soprattutto nella situazione di sfiducia globale in cui ci troviamo. Gli ultimi scandali non hanno fatto altro che alimentare questa situazione, suscitando preoccupazione soprattutto tra i risparmiatori e gli investitori. L'ultimo scandalo finanziario risalente a qualche mese fa', ha coinvolto quattro banche italiane.

Si tratta di Banca Marche, Banca popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di risparmio di Ferrara e CariChieti, istituti di piccola o media dimensione che nel complesso hanno una quota di mercato pari all'uno per cento dei depositi.

Tali banche hanno fatto sottoscrivere ai risparmiatori titoli rischiosi ossia azioni e obbligazioni subordinate emesse dalla stessa banca.

Il problema che emerge dalle testimonianze raccolte è che ben pochi dei sottoscrittori di queste obbligazioni erano a conoscenza del rischio al quale andavano incontro.

Per ora non sono stati riconosciuti i veri responsabili; c'è chi accusa la Consob di aver vigilato solo sugli aspetti formali e non sostanziali delle procedure, chi invece dà la colpa all'istituto stesso.

⁸⁰ Capriglione F.(2010), L'ordinamento finanziario italiano,CEDAM.

Di sicuro a subirne le conseguenze saranno gran parte dei correntisti e circa il 60 per cento dei dipendenti che ha acquistato le stesse obbligazioni perché garantivano interessi più alti.

Tra accuse reciproche si viene a sapere che le regole Ue che prevedono perdite per i possessori di obbligazioni subordinate sono state votate da gran parte degli europarlamentari italiani.⁸¹

Il decreto “Salva-banche” entrato in vigore dal 1° gennaio del 2016 in parte prevede il meccanismo del salvataggio interno (*bail-in*) e in parte quello esterno (*bail-out*).

Il *bail-in* prevede che sia il correntista a partecipare alle perdite dell’istituto in caso di difficoltà finanziarie mentre prima di questa direttiva, veniva utilizzato il meccanismo del bail out in cui si richiede l’intervento pubblico dello Stato ed indirettamente quello dei contribuenti attraverso l’aumento delle tasse.⁸²

I primi a subirne le conseguenze sono in assoluto i correntisti che vedono svalutarsi le azioni e le obbligazioni subordinate delle vecchie banche. Dopo che azioni e obbligazioni hanno assorbito le perdite, i crediti in sofferenza delle vecchie banche sono stati svalutati e trasferiti in una bad bank che non ha la licenza per l’attività tradizionale mentre gli altri attivi delle vecchie banche, cioè le parti buone, sono finite in quattro nuove entità, dotate di un capitale necessario per operare, in vista della loro cessione. La normativa europea ha predisposto il Fondo di risoluzione, amministrato dalla Banca d’Italia e alimentato dalle altre banche italiane secondo diversi criteri, tra cui le dimensioni e il profilo di rischio. La liquidità necessaria per l’immediata operatività del fondo è stata anticipata dalle tre banche più grandi, Banca Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca.

L’entrata in campo del nuovo Fondo di risoluzione è prevista solo in via sussidiaria ossia solo dopo che i risparmiatori hanno partecipato al salvataggio. Lo Stato potrà venire in aiuto di una banca solo se prima una quota delle perdite

⁸² <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-10-22/dal-1-gennaio-entra-vigore-italia-bail-in-se-banca-e-difficolta-potra-attingere-in-casi-estremi-conto-corrente-come-tutelarsi-104402.shtml?uuid=ACY4tDLB>

sarà stata addossata agli azionisti e ai creditori della banca stessa, compresi i detentori di obbligazioni ordinarie e i depositanti.

Il Governo ha previsto la costituzione di un Arbitrato con il quale risolvere le controversie e stabilire il rimborso a favore di chi dimostrerà di non essere stato informato a dovere sui rischi degli investimenti. Le camere arbitrali hanno il compito di accertare se chi ha venduto ai risparmiatori delle quattro banche, le obbligazioni subordinate ha rispettato gli obblighi previsti dalle norme sulla trasparenza e correttezza in materia finanziaria.⁸³

⁸³ <http://www.lastampa.it/2016/01/15/economia/larbitrato-sulle-quattro-banche-sar-gratis-preferenza-ad-anziani-e-grosse-perdite-uOkXOO7NkTkLdEC5vzStCM/pagina.html>

Conclusioni.

Quando il mercato del credito si congela, l'attività economica subisce inevitabilmente delle contrazioni. Il mercato del credito poiché risente in modo particolare la presenza di asimmetrie informative, la regolamentazione interviene al fine di mitigarne gli effetti.

Prima con Basilea II e poi con Basilea III, l'obiettivo è quello di assicurare maggiore stabilità al sistema bancario e di modificare il rapporto tra banca e impresa, fondandolo su fiducia reciproca, informazioni reali da aggiornarsi continuamente e vincolate alla effettiva capacità di produrre reddito in prospettiva di una crescita futura e non solo degli obiettivi a breve termine. L'atteggiamento che le banche devono adottare va in direzione di una maggiore responsabilità, sia nei confronti delle aziende che nei confronti dei risparmiatori. Il sistema economico italiano, in particolare, ha bisogno di una maggiore intersezione tra banche, imprese e risparmiatori per dischiudere molte potenzialità.

In questa situazione di sfiducia globale, le banche dovranno sostenere un incremento dei costi dovuti al reperimento di maggiori informazioni e le aziende dovranno aspettarsi anche di essere esaminate con più attenzione, quando richiederanno denaro a un istituto di credito.

Quello che è avvenuto in passato è frutto non solo di una "cattiva" regolamentazione ma anche di atteggiamenti passivi e colposi da parte di coloro che avrebbero dovuto agire in un certo modo e non lo hanno fatto, e di coloro che avrebbero dovuto "vigilare" all'interno dell'azienda e non lo hanno fatto.

Conclusioni.

Con questa ricerca ho cercato di evidenziare come gli incentivi forniti dalla teoria economica per allineare l'interesse del manager a quello degli azionisti non sempre evitano comportamenti di azzardo morale. Gli amministratori infatti, anziché raggiungere l'oggetto sociale per il quale sono stati assunti, perseguono l'interesse privato soprattutto quando ricevono senza alcun limite, forme di incentivazione azionaria quali le stock option. In particolare simulano il profitto in modo tale da gonfiare il valore di mercato delle azioni detenute nel breve periodo per poi vendere i titoli prima del manifestarsi di situazioni di crisi finanziaria.

A questo punto è importante fare alcune precisazioni. In primo luogo vi è la consuetudine di premiare i manager per la performance a breve termine anziché per la creazione di valore a lungo termine. Questa pratica è antitetica al principio fondamentale secondo il quale gli individui dovrebbero farsi carico delle conseguenze delle proprie scelte. Inoltre, ciò che contribuisce a una buona performance sul breve periodo spesso aumenta il rischio e porta a una performance mediocre sul lungo periodo.

La teoria economica ha sempre cercato di stimolare l'operato del management attraverso piano d'incentivazione ma in realtà ad oggi, non vi è nessuna evidenza empirica che dimostri una relazione positiva tra la remunerazione concessa e la performance economica e finanziaria raggiunta.

L'opportunismo manageriale, secondo la tesi della libertà negativa, pertanto è causato dalla stessa proprietà che, attraverso l'incentivo, mette in scacco lo spazio della discrezionalità manageriale.

I manager non sono proprietari e non devono esserlo, ma quando vengono incentivati dalla proprietà con le stock option, vengono istigati ad agire come se lo fossero. Così facendo si pone in concorrenza a questa e ciò accade perché l'incentivo trasforma la figura manageriale in un particolare tipo di proprietà che ha un interesse uguale e contrario a quello proprietario. Secondo la teoria della libertà negativa, per migliorare l'agire morale dei manager d'impresa,

bisogna separare l'interesse dal potere. Se la proprietà tiene chiusa la borsa degli incentivi e offre al manager una retribuzione congrua al ruolo e alle responsabilità, senza ulteriori forme di compensazione dello sforzo, mette al sicuro dal non subire interferenza da parte di un management opportunisto e autointeressato sulle giuste pretese degli azionisti alla remunerazione del capitale investito.

BIBLIOGRAFIA

- Akerlof G. A. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in" *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, N. 3
- Anderson R, Baker H.K. (2010), Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice,
- Anelli F., Crisigiovanni L., Pagnoncelli N., Salvatori C., "La relazione di fiducia tra banca e il cliente",
http://www.assbb.it/contenuti/news/files/quaderno_242.pdf
- Arnott R. e Stiglitz J. (1991), Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding Out or Peer Monitoring, in" *American Economic Review*", pp 181-189
- Arrow K.J. e Debreu G. (1954), Existence Of An Equilibrium For a Competitive Economy, *Econometrica*, in " *Journal of the Econometric Society* "
- Arrow K.J. (1963), Uncertainty and The Welfare Economics of Medical Care, in " *The American Economic Review* "
- Bebchuk L.A., Fried J.M. (2002), Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay ,pp.21-30
- Berger G.P., Ofek Eli (1995), Diversification's effect on firm value, in" *Journal of Financial Economics*", Vol.37,
- Bottiglia R., et al (2011), *Economia della Banca*, Milano, Egea
- Calabresi G. e Melamed D. (1972), Property Rules, Liability Rules and Unalienability: One View from the Cathedral ,in " *Harvard Law Review* ", vol.85
- Calabresi G. (2008), *The Costs of Accidents: A Legal and Economic Analysis*, Yale University Press
- Capriglione F. (2010), *L'ordinamento finanziario italiano*, CEDAM, II Ed.
- Castrillo J. D. P. Stadler I.M. (2003), *An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts*, Oxford University Press, Second Edition.
- Chiappetta F. (2013), *Diritto del Governo Societario, La corporate governance delle società quotate*, Milano, Cedam.
- Clarckson E. M. (1995), A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance, in" *Academy of management review* "
- Clerico G. (2002), *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Milano Giuffrè Editore

Coase R. (1960) The Problem of Social Cost , in” *Journal of Law Economics*”

Fama E.F., Jensen C.M. (1983), Separation of Ownership and Control, in”*Journal of Law and Economics*, Vol. 26, n. 2.

Costi R. (2005), La responsabilità sociale dell’impresa e il diritto azionario italiano in Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d’impresa, Milano, Bancaria Editrice.

Domenichelli O., Pace R, Vallesi M. (2011), Mutui subprime, investimenti e strutture finanziaria: gli effetti reali della crisi finanziaria sulle imprese, Rirea

Duchin R, Obzas O, Sensoy B.A. (2008), Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis”, in Stephen M. Ross School of Business at the University of Michigan, N.1121,

Dutta P. K. , Radner R. (1994), Moral hazard , Handbook of Game Theory, Vol.2

Eichengreen B. (2002), Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts be Reduced? Geneva Reports on the World Economy Special Report I

Fane G. (2001), Capital Mobility, Exchange Rates and Economic Crises

Gallino L. (2005), L’impresa irresponsabile, Torino, Einaudi, p.170.

Grillo M. Silva F. (1998), Impresa, concorrenza e organizzazione. Lezioni di economia e politica industriale, Roma, Carocci Editore

Heller W. P. , Starr R.M. (1986), Uncertainty, Information and Communication: Essays in Honor of Kenneth J. Arrow, Vol.III, Cambridge U.Press, Cambridge

Jensen M.C. Meckling W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Vol. 3

Jensen M.C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers in “*American Economic Review*”, vol. 76

Jensen M. (1988), Takeovers: Their causes and Consequences, in “*Journal of Economic Perspective*”, Vol. 2,

Kaplow L. (1992), Rules versus Standards: An Economic Analysis, in”*Duke Law Journal*”, pp 568-596

Korobkin R. B. e Ulen T.S. (2000), Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics , in “*California Law Review*, vol.88

- La Porta R. *et al* (2002), Investor Protection and Corporate Valuation, in " *The Journal Of Finance*, Vol. LVII, No. 3.
- Milgrom P. Roberts J. (2005), *Economia, organizzazione e management*, Vol. I, Il Mulino
- Miller G. (2011), *Trust, Risk, and Moral Hazard in Financial Markets*, Bologna, Il Mulino.
- Murphy K. J. (1985), Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis, in " *Journal of Accounting and Economics*", vol. 7
- Pauly M.V. (2007), Truth about Moral Hazard and Adverse Selection, in " *Policy Brief*, n.36
- Romano R. (1992), A guide to takeovers: Theory, Evidence and Regulation, Yale Law School Legal Scholarship Repository, pp 129-133
- Shavell S. (1987), *Economica Analysis of Accident Law*, Harvard University.
- Rajan R. G., Zingales L. (2004), The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, in " *Journal of Economics*
- Samuelson P. , Privacy as Intellectual Property?, in " *Stanford Law Review*, vol.52
- Spaventa L. (2001), "Governo societario e assetti proprietari. Nota su un teorema non dimostrato", Courmayeur,
http://www.consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/spaventa_courmayeur2001.htm,ultimo accesso 27/01/2016
- Selznick, P. (1985) Focusing Organisational Research on Regulation. In: Noll, R., Ed., *Regulatory Policy and the Social Sciences*, University of California Press, Berkeley, pp.363-364.
- Thaler R. (1980), Toward a Positive Theory of Consumer Choice, in " *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.1
- Telser G. L. (1980), A Theory of Self-enforcing Agreements, in " *The Journal Of Business*, Vol.53.
- Zattoni A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, Egea.
- Zeno-Zencovich V. (2009), *Diritto di informazione e all'informazione*, pp 301-308
- Zingales L. (2004), *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Working Paper Series in Law, n.21, pp. 36-41.

Riassunto.

Con questo lavoro ho deciso di affrontare il problema del moral hazard per evidenziare come da una situazione di asimmetria informativa si possono generare comportamenti di azzardo morale.

Il problema del moral hazard è stato da sempre legato al settore assicurativo ma l'importanza e le implicazioni delle asimmetrie informative possono essere facilmente comprese facendo riferimento all'impresa e al mercato finanziario.

Il mio obiettivo è quello di dimostrare come il problema può essere risolto attraverso un impiego misurato degli strumenti introdotti prima dalla teoria economica e poi legittimati dal nostro ordinamento.

Infatti l'abuso di tali strumenti potrebbe al contrario, favorire una situazione di opportunismo.

L'elaborato si divide in quattro capitoli.

Nel primo capitolo sono racchiusi i riferimenti teorici del problema di azzardo morale. Innanzitutto va precisato che l'azzardo morale non è l'unico problema derivante da una situazione di asimmetria informativa; infatti oltre al moral hazard, abbiamo il problema di selezione avversa (*adverse selection*) e della segnalazione.

Si ha un problema di selezione avversa (opportunismo pre-contrattuale) quando, *prima* della stipula del contratto, l'agente ha migliori informazioni personali relative al bene oggetto dello scambio rispetto al principale. Si parla di hidden information perché l'asimmetria informativa si genera ex ante e le azioni dell'agente sono facilmente verificabili. Il problema economico sta nell'incoraggiare la parte che possiede l'informazione privata a rivelarla o in alternativa, trovare strumenti che consentano di avere quanta più informazione possibile. Con la segnalazione si cerca di risolvere il problema dell'asimmetria informativa in quanto l'agente, prima della stipula del contratto, può inviare un *segnale* che è osservabile dalla controparte (principale).

Si ha convenienza nel comunicare l'informazione quando si ottiene maggiore utilità nel renderle pubbliche anziché tenerle nascoste.

Per esempio il dipendente sarà ben disposto a rivelare il livello di istruzione conseguito (laurea), anche se non ha niente a che fare con la posizione

lavorativa da ricoprire; questo perché il livello d'istruzione rivela l'attitudine del soggetto ad imparare.

Invece il moral hazard nasce da una forma di opportunismo post contrattuale in cui le parti interessate allo scambio (principale e agente) hanno ex ante informazioni eguali circa ogni aspetto rilevante ai fini del contratto, ma l'asimmetria informativa si manifesta *successivamente* alla definizione del contratto. La parte che deve agire in esecuzione del contratto è in grado di compiere *azioni* non osservabili dall'altro contraente (*hidden action*) o dispone di *informazioni* cui l'altra parte non può accedere (*hidden information*).

Il potere informativo comporta un vantaggio per il soggetto maggiormente informato. Quest'ultimo infatti può utilizzare le informazioni private per condurre la trattazione a proprio favore cercando di spuntare il prezzo a lui più favorevole. In particolare quando le caratteristiche dei beni non sono osservabili e verificabili cade l'ipotesi di completezza dei mercati.

Possiamo dire che ci sono tre motivi sostanziali per cui si genera moral hazard: il conflitto d'interesse tra le parti; la presenza di *action hidden* o *information hidden*; il fatto che "l'opportunist" non subisca totalmente le conseguenze delle sue azioni.

Tali motivi possono essere facilmente riscontrabili all'interno dell'impresa facendo riferimento al problema di agenzia tra manager e azionista (secondo capitolo).

Jensen e Meckling (1976) definiscono la relazione di agenzia come un contratto nel quale una parte (*principal*) conferisce ad un'altra parte (*agent*) il potere decisionale di svolgere alcune mansioni per suo conto.

Infatti il manager potrebbe perseguire obiettivi diversi da quello della creazione di valore per gli azionisti.

Tale situazione si verifica nelle società ad azionariato diffuso per due motivi: il primo è dovuto all'assetto societario che è talmente frammentato che nessun investitore detiene la maggioranza del capitale tale da poter esercitare un controllo sul management; il secondo invece è che il controllo si comporta come un bene pubblico in quanto i suoi benefici si producono anche nei confronti di coloro che non hanno sostenuto i costi.

Nell'impresa possiamo distinguere due diverse tipologie di costi di agenzia che variano in funzione dell'assetto proprietario presente, della forza di tutela degli investitori e dello sviluppo del mercato finanziario.

Avremo così costi di agenzia di primo e secondo tipo.

Quelli del primo tipo riguardano essenzialmente le società ad azionariato diffuso (proprietà vs manager; manager vs dipendente) mentre quelli di secondo tipo interessano le società ad azionariato concentrato (soci di maggioranza vs soci di minoranza).

La classica relazione principale agente è quella tra proprietà e manager.

La teoria dell'agenzia studia i problemi causati da una divergenza d'interesse tra le parti oltre a una imperfetta informazione sugli stati di natura e sui comportamenti della controparte. Infatti il manager potrebbe realizzare dei progetti d'investimento volti ad aumentare la dimensione dell'impresa e con essa la sua retribuzione e il suo potere. La crescita dimensionale aumenta il potere del manager perché aumentano le risorse sotto il suo controllo. Inoltre può pretendere un compenso più elevato dato che gli aumenti di retribuzione sono positivamente correlati alla crescita delle vendite.

Per questi motivi Jensen (1986) sostiene che i manager preferiscono accantonare le risorse finanziarie generate dalla gestione dell'impresa anziché distribuirle ai soci sotto forma di utili. Viceversa l'azionista vorrebbe beneficiare degli utili distribuiti soprattutto qualora non ci siano concrete possibilità d'investimento profittevole (VAN nullo o negativo).

Il manager sa che attraverso la ritenzione degli utili può accrescere le dimensioni aziendali senza ricorrere al finanziamento esterno, in questo modo si sottrae al controllo esterno da parte delle istituzioni e degli investitori.

L'evidenza empirica sostiene che questo comportamento sia dannoso per la ricchezza degli azionisti perché vi è una relazione negativa tra la ritenzione degli utili e il prezzo delle azioni. Occorre precisare che le decisioni prese dal manager sono di breve periodo giacché potrà raccogliere i frutti dell'investimento fino alla scadenza del mandato. Sloan e Dechow (1991) evidenziano come la portata di questo fenomeno sia elevata quando il management si avvicina al pensionamento o quando pianifica di lasciare l'impresa.

Tale situazione si potrebbe risolvere attraverso il controllo sull'operato del management ma questo comporta dei costi sia a carico della società (costi di monitoring) e sia a carico del manager (costi di adesione).

Per questo motivo sono stati ideati strumenti alternativi al controllo quali: l'introduzione di piani di incentivazione volti ad allineare l'interesse del top management a quello degli azionisti; il mercato per il controllo societario che sia in grado di rimuovere il management in caso di inefficienza; una struttura finanziaria molto indebitata limitando così le risorse a disposizione del manager; la valutazione della bontà delle decisioni prese dal manager sulla base delle performance aziendali raggiunte.

In particolare ho voluto soffermarmi su due dei suddetti strumenti a disposizione della proprietà: il piano d'incentivazione azionario e la possibilità di scalate ostili.

La presenza di un piano d'incentivazione crea un sistema di compensazione del management che lega l'obiettivo di questo a quello della proprietà.

A tal proposito oltre ad una remunerazione fissa (un compenso) si aggiunge un compenso variabile in base agli obiettivi di performance stabiliti dalla proprietà. Si può ricorrere ad esempio al meccanismo delle stock option in cui si prevede l'attribuzione al manager di un certo numero di azioni ad un prezzo prestabilito. In questo modo il manager sarà incentivato a incrementare il valore dell'impresa almeno fino a quando detiene le azioni.

Tale politica retributiva però, genera una serie di problemi.

Per prima cosa si genera un meccanismo di selezione avversa dato che, nel voler selezionare il manager migliore si finisce per selezionare quello che in realtà è più rischioso ossia il soggetto che attribuisce maggior utilità ad un compenso incerto e variabile. Un altro problema è dato dalla modalità con cui viene fissato il prezzo delle stock option. Solitamente si utilizza il valore corrente delle azioni ossia il valore di borsa, quest'ultimo però non riflette solo il valore dell'impresa in questione ma anche l'andamento del mercato azionario. Quindi in caso di depressione del mercato azionario, la sottostima del valore dell'azione (ossia il prezzo diminuisce) sarà favorevole per il manager che potrà esercitare il diritto di opzione pagando un prezzo più basso rispetto al suo valore effettivo ed avere poi la possibilità in futuro di cedere l'azione vendendola ad prezzo più alto in

caso di crescita del mercato. Inoltre il possesso di stock option da parte dei manager modifica il loro atteggiamento verso la politica dei dividendi poiché il valore delle stock option si riduce se aumentano i dividendi sulle azioni.

Un strumento sicuramente meno oneroso per la proprietà è quello di vendere o scambiare il proprio pacchetto azionario ad uno o più investitori potenziali (c.d. scalatori) al fine di estromettere il management qualora la sua condotta provochi malcontento tra gli azionisti. In questo caso si parla di un'acquisizione ostile perché non vi è il consenso del consiglio di amministrazione della società. Sono previste però delle forme difensive contro le scalate, attuabili dagli amministratori; ad esempio le clausole statutarie che assicurano una forte stabilità agli amministratori in carica, richiedendo il rispetto di elevate maggioranze o il verificarsi di alcune condizioni per la loro nomina e la loro revoca. La difesa contro una takeover ostile può essere inoltre organizzata mediante le cosiddette "pillole avvelenate" (*poison pills*).

Sono pillole avvelenate perché è un'offerta apparentemente nell'interesse dell'azionista, ma in realtà si vuole blindare il controllo della società. Poiché si tratta di azioni privilegiate che nella maggior parte dei casi conferiscono particolari diritti di voto, per cambiare il management bisogna rastrellare molte più azioni di quelle ordinarie per ottenere la maggioranza diventando così un possibile disincentivo per lo scalatore.

Infine a tutela del management vi è il c.d. paracadute d'oro (*golden parachute*) ossia una clausola contrattuale tra società e top management ove si prevedono buonuscite milionarie ai manager nel caso di scalate ostili.

Il nostro ordinamento ha accolto la teoria dei costi di agenzia (terzo capitolo). La giustificazione di tale legittimazione non è specificamente economica cioè relativa al diritto di ciascuno a guadagnare il massimo possibile dalla propria attività lavorativa, nel rispetto delle leggi, ma precisamente *morale*, perché si ritiene che i piani d'incentivazione allineino le funzioni obiettivo degli azionisti e dei manager, evitando la divergenza di interessi tra la proprietà e il management.

Il manager, dunque, ha il diritto di agire, ma indipendentemente dalla sua personale adesione a una tavola di valori o a un'altra (*stockholder value* o *stakeholder value*), egli ha un dovere fiduciario verso gli azionisti.

La libertà manageriale va quindi utilizzata sempre per il fine della remunerazione dei capitali investiti dai proprietari. Gli amministratori quindi devono perseguire la massimizzazione del profitto per i soci, ma solo se questi atti di governo non sono pregiudizievoli per gli interessi degli stakeholder. Ad esempio, un manager non può danneggiare i consumatori immettendo nel mercato prodotti di scarsa qualità, ovvero senza osservare le norme in materia di igiene e di standard merceologici, al fine di diminuire i costi.

L'incentivo economico quindi è utilizzato dal legislatore che assume come valide le conclusioni della teoria dell'agenzia e tenta di allineare le funzioni obiettivo della proprietà e del management. L'uso frequente di tale strumento ha fatto sì che le stock option rappresentino la principale voce dei compensi dei manager e il risultato non è affatto scontato; anzi in molti casi si ha l'effetto contrario perché la comunanza di interessi di base non c'è e non può neanche essere costruita a tavolino attraverso una promessa di un guadagno. Ciò che accade infatti è che i manager pur di far crescere le azioni, hanno addirittura portato al fallimento le imprese dopo avere accumulato pesanti perdite e avere prodotto, a causa degli effetti reputazionali, enormi perdite di valore dei titoli. Si pone dunque un problema morale di sicurezza e di tutela degli interessi degli azionisti e degli stakeholder, in quanto le esternalità sociali direttamente ascrivibili ai comportamenti opportunistici dei manager incentivati, hanno prodotto distruzione di valore economico e costi pubblici di grandi dimensioni e di devastante impatto, come si può facilmente evincere da recenti studi.

Infatti nella realtà i fatti dimostrano che gli incentivi generano sovracompenzazioni e che istigano i manager a gonfiare il più possibile il corso delle azioni, quindi a occultare perdite o a far apparire profitti inesistenti, anche con la complicità a pagamento degli analisti e dei revisori contabili, proprio perché egli possa realizzare la promessa di guadagno legata al valore delle azioni.

Ne consegue che se il problema morale è l'opportunismo del management, occorrerebbe eliminare le cause che lo producono e cioè gli incentivi che peraltro, come abbiamo visto, sono abnormi. Purtroppo la legge finora ha considerato valide le conclusioni della teoria dell'agenzia e di conseguenza non ha vietato ai manager di percepire incentivi.

Gli ultimi scandali finanziari hanno evidenziato come l'abuso di tali strumenti ha favorito le condotte opportunistiche del management espropriando valore a danno di azionisti di minoranza e creditori. In particolare simulano il profitto in modo tale da gonfiare il valore di mercato delle azioni detenute nel breve periodo per poi vendere i titoli prima del manifestarsi di situazioni di crisi finanziaria. Quindi un'elevata concentrazione di azioni nel management fa venir meno il controllo degli azionisti sul suo operato e di conseguenza aumenta la probabilità che il manager adotti scelte inefficienti e non orientate verso la creazione di valore. Per questo motivo occorrono: adeguate regole di corporate governance che garantiscono gli interessi non solo degli azionisti ma di tutti gli stakeholder; la predisposizione di piani d'incentivazione che leghino la compensation a obiettivi di performance di lungo periodo e facilmente misurabili attraverso degli indicatori finanziari; far leva sulla componente variabile della compensation per rendere così il soggetto più competitivo. A questo punto è importante configurare un piano di emissione di stock option non convenzionale che prefiguri ex ante una soddisfacente tutela degli interessi degli azionisti ed inibisca esiti distorti di questo strumento d'incentivazione. Si tratta in sostanza, di evitare che i manager: siano premiati per performance non sufficienti a generare valore per gli azionisti; che vengano premiati per il rialzo delle quotazioni che non hanno nulla a che fare con la loro performance o che si manifestino in presenza di performance negative (windfall); che possano liberamente decidere quando vendere le azioni quotate. Quest'ultimo problema può essere facilmente risolto attraverso opportune clausole contrattuali che limitano il diritto di disporre delle azioni mentre più complessi sono invece i primi due problemi e la letteratura ha ideato due tipi di approcci. Il primo lega il prezzo di esercizio ad indici azionari di mercato o di settore ; il secondo approccio subordina l'esercizio del diritto di opzione a condizioni sospensive. Nel primo caso si propone di legare il prezzo di esercizio ad un indice dei prezzi delle azioni al fine di modificarne l'importo di anno in anno. Nel secondo l'esercizio del diritto è subordinato al conseguimento dei risultati gestionali espressi in termine di profitto economico raggiunto.

Quindi con la crisi finanziaria che ha inciso sulla disponibilità e la reperibilità delle risorse, e date le asimmetrie del settore retributivo, le imprese si sono concentrate sulla revisione dei sistemi di performance management e di incentivazione.

A questo punto non possiamo non ricordare che la stessa crisi finanziaria si è verificata proprio per la presenza d'incentivi distorti forniti da governo statunitense (quarto capitolo). Mi riferisco alla crisi dei mutui subprime le cui ripercussioni sono tuttora evidenti. In pratica attraverso degli incentivi perversi, le banche sono diventate più propense al rischio facendo ricadere gli effetti di tali comportamenti sugli investitori e sui contribuenti. Quindi le cause del dissesto finanziario sono riconducibili alla presenza d'incentivi che hanno determinato l'esistenza di comportamenti azzardati. Questi sono: le regole di concessione dei prestiti meno rigide: (riescono ad ottenere un prestito anche soggetti con un basso merito creditizio); la presenza di condizioni contrattuali inizialmente favorevoli (es. il tasso d'interesse passivo pari all'1%) ha spinto le famiglie americane ad indebitarsi oltre le proprie capacità di rimborso; la cartolarizzazione dei prestiti in titoli rischiosi da parte degli istituti di credito (così facendo si sottovaluta il rischio di credito perché le banche trasferiscono il rischio sugli acquirenti delle obbligazioni ossia investitori e risparmiatori); il conflitto d'interesse tra gli emittenti dei titoli e le agenzie di rating (in sostanza gli emittenti dei titoli pagano le agenzie di rating per avere la valutazione).

Fino a quando i mutuatari sono stati in grado di pagare le rate tutta andava bene; quando poi la banca statunitense ha cercato di frenare i consumi facendo leva sul tasso d'interesse, i debitori non sono stati in grado di rientrare. Questo ha comportato una perdita di liquidità per le banche ; la presenza di immobili svalutati in quanto soggetti ad ipoteca; chi vuole vendere per disfarsi del mutuo non riesce a recuperare quanto ha speso e poi i fondi di investimento immobiliari, che le banche hanno in portafoglio e che hanno distribuito ai clienti, perdono rapidamente valore.

La crisi bancaria dei mutui subprime ha verosimilmente generato almeno tre ordini di effetti a carico delle imprese: il *credit crunch* e riduzione degli

investimenti; l'alterazione del rischio d'impresa (rischio operativo e rischio finanziario); la riduzione della ricchezza generata dall'impresa.

La crisi finanziaria ha ridotto la liquidità delle banche e ciò ha comportato una riduzione dell'accesso al credito da parte delle imprese e/o un aumento del suo costo (*credit crunch*). L'effetto negativo si è avuto soprattutto nelle imprese più dipendenti da fonti di finanziamento esterne e per la maggior parte costituite da passività bancarie.

Inoltre il lavoro di Duchin et al. dimostra che la riduzione degli investimenti aziendali è tanto maggiore quanto più forti risultano essere i vincoli finanziari e minore è la disponibilità di riserve di cassa. Il *credit crunch* comporta quindi una diminuzione sia del peso che il debito bancario assume nella struttura finanziaria dell'impresa, sia del costo dello stesso.

In Italia nel 2009 si assiste a una riduzione dei tassi d'interesse praticati dalle banche nella concessione dei prestiti riducendo così il costo del debito; ciò ha comportato una riduzione del rischio finanziario ed un aumento del rischio operativo dell'impresa.

Date le difficoltà da una parte, di accedere al credito bancario e dall'altra, di ricorrere a fonti di copertura alternative, le imprese rifiutano validi progetti d'investimento (con VAN positivo) rinunciando così a concrete opportunità di crescita. In questa situazione di sconforto aumenta il rischio percepito dai creditori e dai proprietari delle imprese e quindi conseguentemente aumenta il costo medio ponderato del capitale aziendale (WACC) e diminuisce il VAN dei progetti d'investimento.

La crisi finanziaria ha messo in luce dunque le carenze del sistema finanziario internazionale, incapace di monitorare l'esposizione ai rischi sostenuti dagli attori in gioco, l'inefficacia della regolamentazione e l'inadeguatezza dei modelli di vigilanza.

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato un significativo peggioramento delle attese degli operatori portando al crollo della fiducia e al deterioramento delle aspettative.

La solidità del rapporto banca-impresa è molto importante soprattutto nel contesto italiano dove i consumi e gli investimenti sono finanziati principalmente dalle banche. Di conseguenza una profonda sfiducia potrebbe compromettere l'intera economia.

In questa situazione di sfiducia globale, le banche dovranno sostenere un incremento dei costi dovuti al reperimento di maggiori informazioni e le aziende dovranno aspettarsi anche di essere esaminate con più attenzione, quando richiederanno denaro a un istituto di credito.

Quello che è avvenuto in passato è frutto non solo di una "cattiva" regolamentazione ma anche di atteggiamenti passivi e colposi da parte di coloro che avrebbero dovuto agire in un certo modo e non lo hanno fatto, e di coloro che avrebbero dovuto "vigilare" all'interno dell'azienda e non lo hanno fatto.

Possiamo concludere dicendo che la crisi economica è la risultante di una diffusa sfiducia nella funzionalità allocativa del sistema finanziario, di un uso eccessivo della leva finanziaria e non da ultimo, di *modalità azzardate* di trasferimento del rischio di credito.