

Moral Hazard ed Incentivi

Teoria dei Contratti – Unite 20-21

1. La crisi delle società di credito fondiario negli Stati Uniti

Tutti i fattori chiave che danno luogo ai problemi di moral hazard – gli interessi divergenti, i soggetti assicurati contro alcune delle conseguenze delle loro azioni, il controllo e l'*enforcing* imperfetti dei contratti – compaiono in uno dei più spettacolari problemi di moral hazard dei tempi recenti: la “crisi del credito” negli Stati Uniti.

1.1 Il settore dei credito

Le società di credito (*Savings and Loan*, d’ora in poi S&L) sono istituzioni finanziarie a scopo di lucro che prendono denaro a prestito dal pubblico e lo investono sotto forma di prestiti, come fanno le banche. In una S&L, le somme dei depositanti individuali sono assicurate da un’apposita agenzia federale del governo degli Stati Uniti: fino al 1990, la Compagnia d’Assicurazioni Federale sui Depositi e Prestiti (Federal Savings and Loan Insurance Corporation, d’ora in poi FSLIC).

La copertura assicurativa dei depositi bancari venne istituita negli Stati Uniti negli anni Trenta per proteggere i depositanti contro i fallimenti bancari. Essa adempiva anche allo scopo di ridurre la probabilità di questi fallimenti, eliminando la necessità di una “corsa al ritiro” dei risparmi da parte di chi temeva l’eventualità di non vedersi ripagati i depositi . . . e così facendo ne accresceva la probabilità.

Tale copertura è stata estesa anche alle S&L, come pure alle associazioni di credito senza scopo di lucro: i fondi da utilizzarsi per i rimborsi erano ottenuti dalla FSLIC attraverso somme pagate dalle stesse S&L, ma l’importo di tali premi non era collegato alla rischiosità del portafoglio prestiti e degli altri investimenti.

La crisi degli anni ottanta. Tradizionalmente, le S&L erano strettamente vincolate nei loro investimenti: questi erano essenzialmente ristretti ai mutui ipotecari sulle case. Durante gli anni ottanta, tuttavia, molte S&L, si diedero a investimenti più rischiosi, inclusi i prestiti a società immobiliari e i titoli obbligazionari privati - ad alto rendimento ma ad altissimo rischio - chiamati *junk bonds*. Quando, in diverse parti degli USA, il mercato immobiliare crollò i debitori cessarono i pagamenti relativi a molti dei loro debiti e le S&L si ritrovarono con delle proprietà che non potevano né affittare né vendere. In seguito, l’inadempienza di alcune delle società che avevano emesso i *junk bonds* svalutò l’intero credito ad alto rischio, riducendo ulteriormente il valore delle attività delle S&L. Nello stesso tempo - come se non bastasse - un’epidemia di frodi dilagò nel settore. Tutto ciò costituì una combinazione devastante, e oltre 500 società di credito fallirono. Le riserve della FSLIC si dimostrarono insufficienti a coprire i depositi, e i contribuenti statunitensi si trovarono a dover saldare un conto che ammontava a centinaia di miliardi di dollari!

Cosa ha condotto le S&L a fare simili rischiosi investimenti? Cosa ha provocato l'esplosione delle frodi? Queste potevano essere prevenute? E di chi è stata la colpa?

La causa: il moral hazard. La struttura del programma di assicurazione dei depositi e la negligenza della regolamentazione creavano un rilevante problema di moral hazard nella conduzione delle società di credito.

In breve, l'assicurazione dei depositi e la bassa capitalizzazione (il ridotto ammontare del capitale di rischio, cioè del capitale netto di proprietà dei soci) incoraggiavano il sostenimento di rischi eccessivi, poiché esimevano le S&L dalle responsabilità relative ad una cattiva performance, mentre veniva invece permesso loro di avvantaggiarsi nel caso in cui gli investimenti fossero andati a buon fine. L'esistenza di un'assicurazione sollevava anche i depositanti dall'esercitare gli usuali compiti di sorveglianza degli investitori sulla gestione del loro denaro: ciò incoraggiava sia le assunzioni di rischi sia le frodi.

L'assicurazione dei depositi poteva essere fornita economicamente solo fintanto che altre politiche regolamentative impedivano alla dirigenza delle S&L di investire spericolatamente. Tuttavia all'inizio degli anni ottanta le regole relative agli investimenti ammissibili erano state sensibilmente ammorbidite. Nello stesso tempo, si erano ridotte le risorse impegnate nella verifica del rispetto della regolamentazione e aumentato l'ammontare di copertura garantita a ogni depositante: inevitabilmente, l'intero sistema doveva crollare.

1.2 L'assicurazione dei depositi e il sostenimento dei rischi: un esempio

Le S&L fecero degli investimenti rischiosi parzialmente perché lo schema assicurativo predisposto dal governo rendeva tali investimenti più convenienti per i loro proprietari.

Per vedere come un'assicurazione possa creare simili incentivi, consideriamo un esempio: per semplicità, supporremo che il tasso di interesse pagato ai depositanti sia zero.

Supponiamo che il proprietario di una S&L possa decidere liberamente come investire i fondi raccolti, e che la scelta sia tra due possibili opzioni, diciamo tra un investimento "sicuro" e uno "rischioso". In pratica, entrambi gli investimenti del nostro esempio comportano qualche incertezza sul livello dei rendimenti associati, come mostrato in Tabella 1, ma l'investimento sicuro ha una variabilità minore e non può mai comportare una perdita.

L'investimento sicuro richiede un esborso iniziale di 100 dollari, e prospetta un rendimento di 100 oppure di 110 dollari, ciascuno con una probabilità del 50%: viene definito "sicuro" perché permette di ricavare come minimo l'intero importo investito. In media, esso permette di ottenere un rendimento netto di 5 dollari.

L'investimento rischioso è un vero bidone: al 50% esso comporta un ricavo di 65 dollari, molto inferiore all'esborso iniziale. In media, esso implica una perdita di 5 dollari: si tratta perciò di un cattivo investimento che, in un sistema ben funzionante, non dovrebbe essere intrapreso, visto che comporta uno spreco di risorse collettive. Come vedremo, comunque, il modo nel quale le S&L erano finanziate ed assicurate crea degli interessi divergenti tra le varie parti le cui risorse sono coinvolte, e conduce all'effettuazione dell'investimento rischioso.

I fondi a disposizione di una S&L hanno due generi di provenienza: i depositi raccolti e il capitale fornito dai soci. La regolamentazione federale statunitense degli anni ottanta richiedeva che il capitale netto fosse almeno pari al 3% del valore totale degli investimenti. Per quanto riguarda il nostro esempio, supponiamo dunque che dei 100 dollari del capitale iniziale 97 siano quelli provenienti dai depositi (assicurati dalla Fsuc), e 3 quelli che vengono dal capitale apportato dai proprietari della S&L. I depositanti hanno un diritto prioritario ai proventi dell'investimento: ciò significa che se questi superano i 97 dollari i depositi devono essere completamente rimborsati; se invece essi sono inferiori a 97 dollari, i depositanti ottengono tutti i fondi recuperati, i proprietari non ricavano nulla e la FSLIC ripaga la differenza rispetto ai 97 dollari di depositi.

La divisione dei rischi. Esaminiamo la distribuzione dei costi e dei benefici nel caso dell'investimento sicuro. Col termine "proventi lordi" intendiamo gli ammontati totali ottenuti dall'investimento, senza riferimento alle somme investite: in Tabella 2, per i proprietari essi ammontano a 13 dollari se l'investimento va bene, e a 3 dollari nel caso opposto. I proventi netti si riferiscono invece ai proventi al netto delle somme inizialmente sborsate: poiché il capitale investito dai proprietari è inizialmente di 3 dollari, il loro ammontare è per questi soggetti di 10 o di 0 dollari. In termini attesi, dunque, i proprietari ottengono 5 dollari. In ogni caso, i depositanti ottengono esattamente la restituzione del capitale investito (con gli interessi nulli promessi), e la FSLIC non riceve né sborsa alcuna somma.

Nel caso dell'investimento sicuro, non è mai necessario un intervento della FSLIC a saldare i debiti della S&L. La situazione è invece notevolmente differente nel caso in cui venga effettuato l'investimento rischioso. La Tabella 3 mostra come i proventi delle varie parti appaiono in tale caso.

Le prime tre colonne della Tabella 3 mostrano come gli esborsi iniziali ed i proventi vengano divisi fra le parti (l'ultima colonna ripete la descrizione delle caratteristiche dell'investimento rischioso, già data in Tabella 1). Si noti che, quando i ricavi sono elevati, i proprietari della S&L ottengono dei profitti eccezionalmente elevati. Al contrario, quando i ricavi sono ridotti e non direttamente sufficienti a ripagare i depositanti, la FSLIC sopporta l'elevato costo del completo rimborso di questi ultimi. Tutto quello che i proprietari perdono sono i loro 3 dollari, mentre la FSLIC assorbe i costi rimanenti. La S&L ottiene dunque un beneficio dal sostenimento del rischio, e la FSLIC ne soffre.

esborso iniziale	100	100
rendimento elevato	110	125
prob	0.5	0.5
rendimento basso	100	65
prob	0.5	0.5
rendimento atteso (lordo)	105	95
rendimento atteso (netto)	5	-5

Tabella 1: Le opportunità d'investimento

	depositanti	proprietari	Fslic	totale
esborso iniziale	97	3	0	100
rendimento elevato	97	13	0	100
rendimento basso	97	3	0	100
rendimento atteso (lordo)	97	8	0	100
rendimento atteso (netto)	0	5	0	5

Tabella 2: Analisi d'investimento sicuro

Chi vince e chi perde. L'ultima riga della Tabella 3 chiarisce ulteriormente la situazione. Benché l'investimento rischioso sia peggiore, con proventi netti attesi pari a -5 dollari, esso genera un profitto atteso pari a 11 dollari per i soci della S&L, molto superiore dunque a quello associato all'investimento sicuro, che pure è socialmente preferibile. La FSLIC, che sostiene i costi necessari a rimborsare i depositi quando i proventi dell'investimento non sono sufficienti, sopporta una perdita attesa pari a 16 dollari. I depositanti, completamente assicurati, riottengono sempre il capitale prestato.

In Tabella 3, l'ultima colonna è la somma delle precedenti: poiché i depositanti ottengono sempre un profitto netto uguale a zero, dall'ultima riga della Tabella risulta che,

	depositanti	proprietari	Fslic	totale
esborso iniziale	97	3	0	100
rendimento elevato	97	28	0	125
rendimento basso	97	0	-32	65
rendimento atteso (lordo)	97	14	-16	95
rendimento atteso (netto)	0	11	-16	-5

Tabella 3: Analisi d'investimento sicuro

dato il livello dei proventi attesi, ogni dollaro aggiuntivo di perdita attesa per la FSLIC corrisponde ad un ulteriore dollaro di profitto atteso per i proprietari! Nello scegliere tra investimenti con gli stessi proventi attesi, i proprietari optano dunque per i più rischiosi, poiché si attendono di guadagnare maggiormente quanto più grandi sono le perdite attese per la FSLIC.

1.3 Gli incentivi per il sostenimento dei rischi se i fondi sono presi a prestito

Il motivo finanziario della propensione dei proprietari delle S&L verso gli investimenti rischiosi è ora chiaro: tuttavia, la nostra descrizione degli errori regolamentativi commessi dal governo è ancora incompleta. In effetti, i proprietari delle società di credito avrebbero avuto gli stessi incentivi anche in assenza della Fsuc! In tal caso, le eventuali perdite sarebbero ricadute sui depositanti, ma i soci delle S&L avrebbero continuato ad essere gli unici ad avvantaggiarsi del buon esito di un investimento rischioso. Potrebbe dunque sembrare che, se il governo eliminasse l'assicurazione sui depositi, l'unico cambiamento sarebbe lo spostamento dei rischi dall'agenzia governativa ai depositanti: fintantoché gli investimenti vengono finanziati attraverso il ricorso al prestito, i mutuatari hanno sempre un incentivo ad intraprenderne di troppo rischiosi rispetto a quanto desiderato dai mutuantari. Naturalmente, il ruolo di una istituzione di deposito e prestito come una S&L è appunto quello di essere un mutuatario che investe i soldi dei propri mutuantari (i depositanti), cosicché il problema è ineliminabile. Può dunque sembrare ingiusta l'identificazione della FSLIC come radice del problema in esame.

Il controllo dei mutuatari. Per ottenere una migliore comprensione della questione, dobbiamo studiare le situazioni analoghe che si presentano al di fuori del settore delle S&L: in effetti, il problema dei depositanti/mutuantari è molto diffuso in economia. I prestatori di denaro sono comuni nel mondo degli affari: essi prendono delle precauzioni per assicurarsi che i loro fondi non vengano sperperati, sottratti o messi a repentaglio. Una banca che concede un mutuo richiede preventivamente informazioni sulla situazione finanziaria del mutuatario, e sulla destinazione dei fondi; inoltre, essa controlla la concessione del credito, richiede la fornitura di alcune garanzie e spesso subordina la prosecuzione del prestito al regolare pagamento degli interessi e delle quote di ammortamento del capitale. Se si tratta di un prestito per l'acquisto di una casa, la banca richiede un'ipoteca sulla proprietà; se l'oggetto è un'automobile, la banca mantiene la proprietà della stessa sino al completo rimborso del debito. Coloro che concedono prestiti alle imprese richiedono spesso condizioni analoghe: esaminano preventivamente le condizioni finanziarie dell'impresa e la sua storia creditizia, impongono delle restrizioni sull'utilizzo dei fondi prestati, e spesso richiedono notizie sui progetti da intraprendere, l'ottenimento di garanzie formali e la fornitura periodica di informazioni sulla situazione finanziaria. Analogamente, un attento controllo da parte dei depositanti è il meccanismo attraverso il quale a una S&L non regolamentata e non assicurata può essere impedito di fare investimenti rischiosi e di defraudare i propri creditori.

Perché, dunque, i depositanti delle S&L non presero le stesse precauzioni degli altri mutuanti? Ma perché esse sono costose e i depositi erano comunque assicurati! È stata la stessa esistenza di un'assicurazione a invogliare i depositanti a concedere delle somme enormi, senza le usuali indagini sull'affidabilità dei debitori ed i controlli sul loro comportamento. Per proteggere la FSLIC sarebbe dunque stato necessario regolamentare le S&L, controllandone le attività, restringendone le possibilità di investimento ed assicurando che esse mantenessero un'adeguata capitalizzazione, sia a salvaguardia dalle possibili perdite sia per assicurare che anche i proprietari fossero significativamente danneggiati da un fallimento. La mancanza, durante gli anni ottanta, di tale regolamentazione fece ricadere sul governo gli effetti del risultante problema di moral hazard.

1.4 L'effetto perverso della competizione

Il problema di moral hazard del settore delle S&L venne intensificato dagli effetti della competizione. È opinione comune che la competizione, la quale tende ad espellere dal mercato gli amministratori che non massimizzano i profitti, promuova l'efficienza. Nel contesto che stiamo esaminando, comunque, essa ebbe un effetto perverso: anche molti amministratori prudenti, infatti, non ebbero scelta e, per sopravvivere nelle circostanze descritte, dovettero intraprendere degli investimenti rischiosi.

Si consideri infatti la situazione: i problemi possono essere iniziati con alcune S&L che videro l'opportunità di sfruttare il sistema di assicurazione dei depositi per spostarsi verso investimenti più rischiosi. A tal fine, esse avevano bisogno di espandere significativamente i depositi raccolti: ma l'unico modo certo e rapido di farlo è di offrire tassi di interesse più elevati. Quindi, le S&L che cercavano di ottenere dei fondi alzarono i tassi di interessi offerti sui depositi al di sopra di quelli dei concorrenti. L'aumento contemporaneo della copertura assicurativa offerta dallo stato (da 40.000 a 100.000 dollari per ciascun deposito) enfatizzò l'effetto dell'aumento dei tassi di interesse, e condusse molti grandi investitori - tra i quali numerose imprese - ad affidare i loro fondi alle S&L più intraprendenti.

Vedendosi sottrarre dai competitori parte dei loro depositi, anche alcune delle altre S&L decisero, per restare in affari, di alzare i tassi di interesse. Dati i costi operativi, almeno per alcune di queste S&L pagare interessi più elevati significò anche la necessità di ottenere rendimenti più elevati di quelli garantiti dagli usuali, e relativamente sicuri, investimenti nel mercato del credito per l'edilizia residenziale. Anche queste S&L furono dunque spinte verso il settore degli investimenti a rischio, i soli a permettere di ottenere, in caso di buon fine, rendimenti sufficienti a pagare gli interessi promessi ed a realizzare un margine di profitto.

Nonostante tale spirale competitiva, alcune S&L possono invece aver tenuto duro, continuando a effettuare solo investimenti sicuri: in tal caso esse avranno o fronteggiato una crisi dei depositi, nel caso in cui non abbiano aumentato i tassi di interesse, o sopportato le perdite comportate da tale aumento. Questi problemi divennero particolarmente significativi negli anni 1979 e 1980, quando un cambiamento nella politica monetaria della Federal Reserve (la banca centrale statunitense) causò un forte aumento generalizzato dei tassi di interesse.

Molte S&L, avevano i loro fondi vincolati in mutui ipotecari di lungo periodo, a tassi di interesse fissi che improvvisamente divennero inferiori a quelli che esse dovevano pagare sulla raccolta. Inoltre, anche il contemporaneo crollo del mercato immobiliare texano, che avvenne a metà degli anni ottanta, quando il prezzo del petrolio cadde, ebbe uno speciale effetto negativo sulla situazione delle S&L. Molte delle S&L a rischio divennero così preda di imprenditori aggressivi, che comprarono a basso prezzo le compagnie sull'orlo del fallimento e tentarono di renderle profittevoli con mezzi radicali - offrendo tassi di interesse molto elevati sui cosiddetti depositi jumbo da 100.000 dollari, ed investendo in affari immobiliari rischiosi, junk bonds, e simili. Nel frattempo, i depositanti continuarono

a lasciare i loro fondi presso simili investitori proprio perché comunque assicurati dal governo.

E facile capire come la pressione competitiva abbia spinto fuori dal mercato molti dei dirigenti più prudenti delle S&L, i quali non erano disposti ad intraprendere investimenti rischiosi. Le perdite più elevate furono comunque sopportate dalla FSLIC e dai contribuenti.

1.5 Le frodi nelle S&L

La storia delle S&L finora raccontata ha omesso molti dettagli importanti: non sono stati solo gli affari andati male a depauperare il loro capitale, ma anche delle vere e proprie frodi. Resoconti recenti testimoniano che i dirigenti delle S&L usavano accordare crediti “agevolati” (cioè a tassi ridotti e senza un’adeguata fornitura di garanzie) a sé stessi, alle proprie imprese, agli amici ed ai membri della loro famiglia. Inoltre, essi liquidavano dividendi elevati e pagavano a sé stessi ed a parenti retribuzioni generose persino mentre le loro imprese scivolavano verso la bancarotta; e giunsero anche a nascondere l’erogazione di prestiti sbagliati assegnando agli stessi soggetti gli ulteriori fondi necessari perché potessero effettuare i pagamenti relativi ai debiti pregressi. Tali attività sono equivalenti a veri e propri furti ai danni delle S&L e, a causa dell’assicurazione governativa, dei contribuenti. Gli investigatori federali hanno scoperto frodi in almeno il 25% dei casi di fallimento delle S&L.

Un’analisi del problema delle frodi risulterebbe simile a quella condotta sugli incentivi all’investimento rischioso. Normalmente, chi affida la gestione dei propri fondi ad altri soggetti si premura, al fine di prevenire le frodi e gli investimenti arrischiati, di esercitare un attento controllo sulla loro performance, di assumere dei revisori, di redigere degli statuti che ne limitino la discrezionalità, e di mantenere il diritto di licenziare tali manager nel caso di comportamenti inappropriati. Ma i depositanti presso un istituto dotato di un’assicurazione federale non avevano alcuna ragione di impegnarsi in simili pratiche costose, poiché i loro fondi erano coperti dallo stesso governo degli Stati Uniti; né avevano alcun incentivo a proteggere l’agenzia governativa dalle frodi: tutto era dunque lasciato sulle spalle dei regolamentatori.

1.6 Di chi è la colpa?

Il nostro esempio della crisi delle S&L è particolarmente significativo, poiché comporta moral hazard da parte di tre distinti gruppi di agenti. Il primo gruppo, come ovvio, è quello dei proprietari delle stesse società, che investirono in modo eccessivamente rischioso e commisero delle frodi. Il secondo gruppo è quello dei depositanti, i quali non esercitarono alcun controllo sulle S&L, a causa della garanzia loro fornita. Il terzo gruppo è invece costituito dai politici - sia i legislatori sia i membri dell’esecutivo - che favorirono tale industria a spese dei contribuenti. Questi politici sono responsabili per aver aumentato il grado di copertura fornito dalla FSLIC, rendendo perciò più facile la raccolta di grandi depositi, e per aver ridotto i vincoli sull’attività delle S&L senza aver corrispondentemente predisposto un aumento dei controlli. Inoltre, ai politici va anche imputato di aver impedito, quando si sparsero le prime voci relative ai problemi finanziari delle S&L, l’intervento dei regolamentatori a favore della FSLIC e dei contribuenti. È possibile che alcuni di essi siano stati guidati solo dalla convinzione di agire nell’interesse collettivo, ma i finanziamenti ottenuti da molti di loro da parte delle S&L, suggeriscono invece la presenza di casi di corruzione: d’altra parte, il controllo pubblico dell’attività dei politici è talmente imperfetto da aprire senza dubbio tale possibilità.

2. Assicurazione pubblica e assicurazione privata

La crisi delle S&L è fondamentalmente il risultato del moral hazard generato dall'esistenza dell'assicurazione sui depositi fornita dalla FSLIC. Tuttavia, tale assicurazione fornisce anche dei servizi socialmente utili: per esempio, i piccoli risparmiatori non devono perdere il sonno preoccupandosi della sicurezza dei loro depositi, né devono sostenere il costo del controllo delle istituzioni alle quali hanno affidato i risparmi di una vita. La desiderabilità di una copertura dei depositi, combinata con i problemi che abbiamo visto sperimentati dal programma governativo di assicurazione, ha condotto alcuni commentatori a suggerire che tale copertura dovrebbe essere fornita da privati. Vi sono tuttavia delle chiare difficoltà nella progettazione e realizzazione di un simile programma, e il fallimento di numerosi piccoli fondi privati per l'assicurazione dei depositi, avvenuto nel Rhode Island nel 1991, può aver diminuito l'attrattiva di tale possibilità. Comunque, è chiaro che i programmi assicurativi governativi presentano carenze notevoli nei casi di moral hazard.

2.1 Gli altri sistemi di assicurazione e garanzia del governo degli Stati Uniti

La crisi del settore del credito è sintomatica delle difficoltà dei molti altri sistemi di assicurazione e garanzia dei prestiti negli Stati Uniti: complessivamente, il loro ammontare è stimato in più di 5.000 miliardi di dollari, cioè due volte il livello del debito pubblico statunitense e cinque volte il livello delle spese del governo federale'. I seguenti costituiscono solo alcuni esempi.

La società per la garanzia dei benefici pensionistici. La Società per la garanzia dei benefici pensionistici (Pension Benefit Guaranty Corporation, PBGC) è stata creata, nel 1974, dalla Legge sulla sicurezza del reddito dei dipendenti in pensione (Employee Retirement Income Security Act, ERISA) con l'intento di garantire le promesse di trattamento pensionistico fatte dai datori di lavoro ai propri dipendenti. La PBGC ha il compito di succedere alle imprese, nel caso di insufficienza dei fondi, continuando a pagare le pensioni promesse: essa ottiene quanto possibile dalle imprese che terminano i pagamenti, e finanzia il resto delle somme necessarie riscuotendo una tassa chiamata premio d'assicurazione sugli altri schemi pensionistici.

Per evitare il trasferimento di grandi passività a carico della nuova agenzia governativa, l'Erisa prevede che le pensioni abbiano certi standard minimi di finanziamento, e rende i datori di lavoro parzialmente responsabili per le pensioni promesse. La legge ha tuttavia dato luogo a situazioni di sottofinanziamento: in particolare, nel caso di piani pensionistici riguardanti una molteplicità di datori di lavoro e gestiti dai sindacati, ma anche relativamente a programmi predisposti dalle imprese. Prevedibilmente, molti di questi schemi hanno espanso i benefici promessi ben al di là di quanto la limitatezza dei fondi disponibili poteva permettere, e quando alcuni di loro sono crollati questi hanno gravato la PBGC con la responsabilità di pagare.

La società federale per l'assicurazione dei raccolti. La Società federale per l'assicurazione dei raccolti (Federal Crop Insurance Corporation, FCIC) è stata creata nel 1939 per proteggere gli agricoltori contro i mancati raccolti causati dal maltempo. La Fcic, tuttavia, ha pochi ispettori, ed è perciò stata soggetta a numerose frodi: alcuni agricoltori hanno per esempio truffato la Fcic vendendo il raccolto a nome di terzi ed invocandone contestualmente la perdita. Altri hanno invece effettivamente acquistato la polizza assicurativa solo dopo aver sostenuto le perdite di cui hanno chiesto il rimborso: in un caso il rimborso è stato chiesto relativamente a una semina effettuata 30 giorni dopo la gelata che conferiva titolo al medesimo.

Persino quando le frodi non sono possibili, sorgono problemi di moral hazard: una volta assicurati, gli agricoltori hanno infatti la tentazione di essere meno prudenti, seminando varietà meno resistenti o più bisognose d'acqua. Essi si avvantaggiano così nel caso di

un'annata mite e di piogge abbondanti, mentre gravano l'assicurazione governativa delle perdite nel caso contrario.

L'associazione governativa nazionale per i mutui ipotecari. L'Associazione governativa nazionale per i mutui ipotecari (Government National Mortgage Association, GNMA) ha il compito di facilitare l'ottenimento di prestiti per i proprietari di case: essa svolge tale ruolo in molti modi, ma principalmente attraverso la fornitura di un'assicurazione ai mutuant. Lo sviluppo dei titoli basati su mutui ipotecari ha fatto nascere dei mediatori professionali che ricevono delle commissioni dai 30 ai 45 dollari per ogni 1.000 dollari di prestito, mentre per lo stesso ammontare intermediato è loro richiesto il capitale di soli 0,3 dollari.

Per questi agenti è dunque conveniente incentivare i mutui rischiosi, poiché essi ricevono forti commissioni ma rischiano in proprio solo somme molto ridotte; alla GNMA spetta infatti, nel caso, di saldare i conti. Per proteggere se stessa, quest'ultima impone delle restrizioni sul rapporto tra ammontare del prestito e il valore stimato per la proprietà, cosicché questa dovrebbe costituire una garanzia adeguata. Le valutazioni, comunque, sono soggettive e, per giustificare dei prestiti ingenti, dei mediatori poco scrupolosi hanno talvolta esagerato grandemente il valore di tali proprietà, portando a casi di inadempienza le cui grosse perdite sono state pagate dai contribuenti.

Il finanziamento allo studio. I prestiti agli studenti forniscono un altro esempio di come le garanzie offerte possano influenzare i costi. La garanzia del governo federale permette a molti studenti di ottenere prestiti a condizioni migliori di quelle che avrebbero ottenuto altrimenti. Le banche sono normalmente molto attente a prendere delle misure che assicurino la recuperabilità delle somme prestate, e sono in genere piuttosto sbrigative nelle pratiche relative: nonostante questo, i prestiti accordati agli studenti e non restituiti costituiscono un'elevata percentuale del totale. La ragione è che la garanzia governativa diminuisce l'incentivo ad accertare la recuperabilità del prestito e, d'altro canto, anche il semplice accertamento dell'identità dei debitori eccede spesso la limitata capacità amministrativa del governo.

2.2 Assicurazione privata o assicurazione pubblica?

Benché i problemi di moral hazard siano presenti sia nel settore governativo sia in quello privato, essi sembrano meno severi in quest'ultimo. In parte, la ragione di questo è che le imprese private non possono sostenere a lungo delle perdite ingenti senza fallire, né possono usualmente contare sui contribuenti per compensare le loro incapacità finanziarie. Ma le minori difficoltà che caratterizzano le assicurazioni private non sono dovute interamente ai particolari sistemi adottati: esse dipendono invece dal fatto che il settore privato non si impegna in programmi assicurativi che, per quanto socialmente desiderabili, comportano elevati costi legati al moral hazard.

Gli obiettivi di un'agenzia governativa differiscono notevolmente da quelli di un'impresa privata, legati alla realizzazione di profitti. Nessun burocrate è nella posizione di eliminare un sistema di assicurazione sui depositi che, per quanto non profittevole, protegge i risparmi di una vita di piccoli depositanti. Persino un legislatore potrebbe essere in difficoltà con una tale decisione. E non è chiaro che un tale programma assicurativo non possa corrispondere a quanto socialmente conveniente: eppure, ove esso comportasse il sostenimento di grandi perdite, la maggior parte delle imprese private non avrebbero dubbi nell'eliminarlo.

In media, comunque, i sistemi assicurativi privati sembrano meglio amministrati delle loro controparti governative. Alcune delle perdite sopportate da queste ultime avrebbero potuto essere evitate con l'utilizzo di regole più restrittive e di più ispettori. L'"output" ispettivo, comunque, non è facilmente misurabile, cosicché, in presenza di grandi disavanzi

di bilancio, è forte la tentazione di ottenere un risparmio di breve periodo attraverso la riduzione del numero dei dipendenti pubblici. La mancanza di un orizzonte strategico di lungo periodo ed altre simili manchevolezze direttive sembrano aver giocato un ruolo nella crisi del credito.

E tuttavia lo spostamento alle assicurazioni private non costituisce una cura: anche in tal caso, infatti, il moral hazard si può manifestare in modo rilevante.

2.3 Il “moral hazard” nelle assicurazioni sulla vita private

Nei contratti di assicurazione sulla vita, al momento della morte dell'assicurato ai beneficiari viene versata una somma di denaro prefissata. Negli Stati Uniti, tutti i contratti relativi ad un'assicurazione sulla vita contengono alcune condizioni standard, una delle quali riguarda il caso di suicidio. Essenzialmente, tale condizione prevede che il beneficiario venga pagato solo se il suicidio è avvenuto trascorso un certo periodo dalla stipulazione della polizza: questo periodo è sempre di 12 o 24 mesi. Le statistiche mostrano che il tasso di suicidi è massimo nel corso del tredicesimo e del venticinquesimo mese successivo alla stipulazione di una polizza sulla vita, e minimo durante il dodicesimo ed il ventiquattresimo mese. La conclusione sembra incontrovertibile: le persone pospongono il loro suicidio per permettere ai beneficiari di ottenere il pagamento dell'assicurazione.

3. Il “moral hazard” nelle organizzazioni

Il moral hazard è stato originariamente identificato nel contesto assicurativo, e in quell'ambito si ritrovano ancora alcuni dei casi più evidenti. Al fine di comprendere il funzionamento delle organizzazioni, comunque, è importante ricordare che il moral hazard è un fenomeno molto comune che investe un'ampia gamma di transazioni, e che i trattamenti relativi spiegano molte delle particolari norme e procedure istituzionali osservate nelle organizzazioni e sui mercati. Infatti, il confine stesso tra queste due forme organizzative dipende spesso dai problemi di moral hazard.

3.1 Il “moral hazard” e l'elusione del dipendente

Un'importante manifestazione di moral hazard è presente nei rapporti di lavoro in cui i dipendenti possono essere in grado di eludere i compiti loro assegnati. Frederick Taylor, il “padre della gestione d'impresa scientifica”, scrisse una volta: “Difficilmente si può trovare un dipendente competente che non devolva un tempo considerevole a studiare come lavorare più lentamente pur convincendo del contrario il suo datore di lavoro”.

Un'evidenza a favore dell'importanza del moral hazard nei rapporti di lavoro è la frequenza con la quale le imprese offrono dei meccanismi di incentivazione. In questi contratti le retribuzioni dei dipendenti vengono collegate a varie misure della loro performance allo scopo di incentivarne gli sforzi, la creatività, l'attenzione, la diligenza, la lealtà, ecc. Esempi comprendono le paghe collegate al livello dell'output, come nel caso del cottimo per i lavoratori di una manifattura o dei premi che ricompensano le prestazioni eccezionali dei giocatori di football americano; i compensi collegati alle vendite, come nel caso delle commissioni dei venditori; le retribuzioni collegate agli incrementi di produttività; e le varie procedure di collegamento delle retribuzioni e dei profitti, quali i programmi di diffusione della proprietà del capitale tra i dipendenti, la pratica giapponese di pagare un bonus annuale collegato ai profitti, e molti degli schemi retributivi dei dirigenti.

Quando sono ben progettate e ben amministrare, simili procedure possono essere molto efficaci: benché anche la precisa definizione di ciò che il datore di lavoro desidera

possa avere un suo ruolo, il loro aspetto chiave è nella fornitura di un diretto incentivo finanziario.

Per vedere come tali modalità siano collegate al moral hazard, si noti che l'impresa non compensa direttamente l'attività del dipendente ma usa piuttosto una proxy di questa. Ciò che il dipendente fornisce sono cose come il suo impegno fisico ed intellettuale; quelli che vengono ricompensati sono i risultati di tali input: le vendite e le unità di prodotto, per esempio. Mentre l'ammontare e la qualità dell'impegno di un dipendente possono essere difficili da controllare direttamente, il risultato di tale sforzo potrebbe essere osservato più facilmente: perciò, piuttosto che cercare di pagare direttamente un impegno non osservabile, le imprese cercano di motivare i dipendenti a lavorare meglio, o più intensamente, premiando i risultati che divengono più probabili quando i dipendenti si comportano nel modo desiderato.

Un esempio: i controllori del traffico aereo. I controllori del traffico aereo sono incaricati della sicurezza dei voli, e devono mantenere tra gli aerei in viaggio una distanza predefinita. Essi usano i radar per seguire il percorso dei voli e comunicano coi piloti via radio.

I dipendenti del governo federale degli Stati Uniti, compresi i controllori di volo, durante gli anni settanta erano coperti da un'assicurazione previdenziale, prevista dalla Legge sui compensi dei dipendenti federali: nel caso di un'infermità causata dal lavoro, essi avevano il diritto di ricevere una certa percentuale della loro retribuzione per tutto il periodo d'invalidità. Tale sussidio, esente da tassazione, poteva raggiungere il 75% del loro stipendio base. Dati i livelli di tassazione di quel periodo, poteva capitare che un lavoratore ammalato ottenesse un reddito netto più elevato restandosene a casa piuttosto che lavorando.

Al fine di ottenere il contributo previdenziale, occorre dimostrare che l'infermità rendesse inabili, e che essa fosse collegata al lavoro svolto. Non era inoltre necessario che si trattasse di un malessere fisico: poteva anche consistere, per esempio, in una situazione di stress nervoso tale da impedire di lavorare. Per prevenire le richieste di sussidio ingiustificate, l'infermità doveva essere certificata da un medico, e l'evento che l'aveva originata, i relativi sintomi e l'ambiente lavorativo dovevano essere descritti e comprovati dal superiore e dai colleghi di lavoro del dipendente attraverso apposite relazioni.

Per i controllori del traffico aereo, i cui compiti erano considerati particolarmente gravati di responsabilità e di stress, sarebbe stato relativamente facile richiedere tali sussidi sulla base di infermità nervose o emozionali. Inoltre, dei cambiamenti intervenuti nella regolamentazione nel 1972 e nel 1974 resero persino maggiore la tentazione di richiedere tali sussidi: nel 1972, infatti, l'avvio a una carriera alternativa fu introdotto per i controllori impossibilitati a continuare il lavoro, e ciò persino nel caso in cui la loro infermità non fosse da mettere in relazione con il loro passato incarico. Dal 1974, un cambiamento delle regole rese i controlli sulle richieste di sussidio generalmente più difficili, e particolarmente difficile la prova che la richiesta si basasse solamente su una millantata situazione di stress nervoso. Nel caso dell'esistenza di potenziali problemi di moral hazard, i cambiamenti introdotti avrebbero allora dovuto condurre ad un aumento dell'incidenza delle false infermità, specialmente nel caso delle richieste basate su problemi psicologici.

In effetti, il numero delle richieste di sussidi d'invalidità aumentò in coincidenza con l'introduzione delle nuove normative, e più che raddoppiò nel 1974, continuando poi a crescere. Nel 1972, l'aumento percentualmente più rilevante (tre volte superiore agli altri) fu relativo alle infermità psicologiche e psichiatriche (sfortunatamente, i dati non permettono di identificare la composizione della crescita che seguì il 1974).

Ancora più significativo, comunque, fu l'impatto che la riforma del 1974 ebbe sulle prestazioni lavorative. Un controllore che avesse voluto simulare un'invalidità nervosa avrebbe dovuto mostrarne la relazione col suo lavoro, e chi esaminava la domanda di sussidio aveva l'obbligo di ricercare degli eventi lavorativi specifici che potessero giustificare l'insorgere, o costituire sintomi di stress. Tutto ciò incentivava a fabbricare degli incidenti

sul lavoro che potessero causare stress e suggerire l'incapacità del dipendente a compiere il proprio lavoro. Il candidato naturale per tali incidenti erano le "violazioni della distanza di sicurezza", cioè le situazioni nelle quali gli aerei giungevano troppo vicini gli uni agli altri.

L'Aviazione federale (Federal Aviation Authority) registra due tipi di violazioni della distanza di sicurezza: gli errori di sistema (System Errors) e le quasi-collisioni (Near Mid-Air Collisions). I primi riguardano una qualunque violazione dei protocolli di sicurezza durante il volo, mentre i secondi si riferiscono a situazioni molto più serie, che mettono direttamente in pericolo le vite umane. Entrambi i tipi servono ugualmente bene per simulare una situazione di stress, ed un controllore che non avesse voluto causare inutili pericoli sarebbe perciò stato propenso a limitarsi al caso di una violazione minore. In effetti, il numero di errori di sistema si incrementò significativamente dopo il 1974, mentre ci fu solo un cambiamento minimo, statisticamente irrilevante, nel numero delle quasi-collisioni. Inoltre, l'aumento degli errori di sistema ebbe tendenzialmente luogo non quando il traffico era particolarmente intenso, come ci si sarebbe potuto aspettare, ma quando esso era relativamente limitato, ed un controllore avrebbe perciò potuto causare le violazioni desiderate con un rischio minimo.

Infine, un controllore che avesse considerato la possibilità di ingannare l'assicurazione avrebbe anche dovuto decidere a quale punto della carriera simulare l'invalidità. Vari fattori, fra i quali la possibilità di venir avviati ad una nuova attività, e la dipendenza del sussidio() dal numero di anni di servizio, rendevano molto più conveniente attendere di avere almeno cinque anni di anzianità. Prima del 1974, i controllori con meno di cinque anni di esperienza (i quali, presumibilmente, mancavano di esperienza e commettevano quindi più errori) e, in minor grado, quelli con più di dieci anni di lavoro (fra i quali più probabilmente potevano manifestarsi dei fenomeni di logoramento) erano i principali responsabili degli errori di sistema. Entro il 1976 il 50% di tali errori veniva commesso dal personale con un'anzianità compresa tra i cinque ed i dieci anni, benché questo gruppo comprendesse meno del 30% del totale dei controllori: tutto questo costituisce perciò una forte evidenza a favore della presenza di moral hazard.

3.2 Il comportamento dei manager

I manager hanno istituzionalmente il compito di promuovere gli interessi degli azionisti: questi ultimi scelgono un consiglio d'amministrazione, che li rappresenta, dotandolo del potere di prendere le principali decisioni, di controllare i manager e di determinarne le retribuzioni. Quindi, sia i manager sia gli amministratori sono considerati degli agenti degli azionisti.

Più di cinquanta anni fa, Berle e Means argomentarono che la dispersione della proprietà in una moltitudine di piccoli investitori aveva creato un'effettiva separazione tra la proprietà e il controllo, e che nessun azionista individuale aveva un valido incentivo a controllare i manager ed assicurare che i dirigenti e gli amministratori guidassero l'impresa nell'interesse dei proprietari'. Benché la loro conclusione sia rimasta a lungo controversa, l'evidenza accumulata indica che spesso, effettivamente, i manager non agiscono nell'interesse degli azionisti.

Il problema tipicamente non è che i dirigenti siano pigri e non lavorino abbastanza duramente: al contrario, i manager dedicano al lavoro lunghe ore di impegno intenso. L'accusa è piuttosto che essi perseguano obiettivi diversi da quello della massimizzazione del valore di lungo periodo dell'impresa. I critici suggeriscono che i dirigenti, invece di distribuirli tra gli azionisti, investano i proventi delle imprese in progetti di basso valore, che però servono a espandere il loro potere economico. Essi sono accusati di compiere operazioni destinate al fallimento, di seguirle persino nel caso in cui queste siano ormai irrimediabilmente in perdita, e anche quando altri manager potrebbero far meglio di loro. Con la connivenza di amministratori scelti attentamente, i manager si auto-concederebbero

generosi e persino esorbitanti privilegi, e resisterebbero ai tentativi volti a obbligarli a prendere iniziative più consone, in particolare ostacolando le scalate azionarie (takeovers) che minacciano la loro posizione. Simili comportamenti possono servire gli interessi dei manager (e magari quelli di altri soggetti, come per esempio i dipendenti), ma non certo quelli dei proprietari.

Le scalate ostili ed il comportamento manageriale. Durante gli anni ottanta, un'ondata di scalate ostili ha interessato gli Stati Uniti e, in minor misura, il Regno Unito e il Canada. Una scalata ostile consiste nell'acquisizione, contrastata dalla dirigenza dell'impresa che è oggetto dell'operazione, di quote del capitale di una società sufficienti a controllarne la proprietà. In genere, a un tentativo riuscito di scalata ostile fa seguito la sostituzione del management dell'impresa acquisita, e la nomina di un nuovo consiglio d'amministrazione. Gli acquirenti vengono indicati come "scalatori di società" (e anche con altri epiteti meno rispettosi) dai manager che hanno invano lottato per mantenere l'indipendenza della loro impresa, dove con "indipendenza" s'intende la continuazione della gestione, sotto i medesimi proprietari, da parte degli stessi amministratori e manager. Le società che sono state oggetto di scalata avevano un capitale sociale tipicamente molto frazionato: piccoli azionisti individuali più fondi pensione, compagnie d'assicurazioni e fondi d'investimento.

Molti osservatori hanno interpretato le scalate ostili come una reazione al moral hazard dei manager: scopo delle scalate, si dice, sarebbe stato scalzare i manager impegnati a perseguire i loro interessi a spese di quelli degli azionisti. Sia che ciò corrisponda o meno al vero, gli enormi profitti generati da queste transazioni pongono degli interrogativi sull'efficacia con la quale i precedenti amministratori massimizzavano il valore delle imprese loro affidate.

I prezzi pagati in seguito per il capitale delle imprese coinvolte nelle scalate hanno evidenziato proventi del 50% del valore di mercato iniziale. Per esempio, nel 1981, subito prima che la Mobil Oil lanciasse la sua offerta per la Marathon Oil, le azioni di questa erano scambiate a 63,75 dollari. La Mobil offrì 85 dollari, ed aumentò la sua offerta fino a 126 dollari prima che la Marathon venisse acquistata dalla U.S. Steel (ora divenuta Usx). Simili incrementi di prezzo sono stati pagati in centinaia di casi: in aggregato, dal 1977 al 1986; gli azionisti che hanno venduto le loro quote nel corso di scalate ostili hanno realizzato un guadagno stimato pari a 346 miliardi di dollari (in dollari del 1986). Nella misura in cui i valori originali rispecchiavano il valore atteso dell'impresa guidata dal management iniziale, e i nuovi prezzi riflettono il valore dell'impresa sotto i nuovi proprietari, i premi collegati alle scalate sono indici d'incompetenza manageriali o di moral hazard.

I guadagni collegati alle scalate non rappresentano comunque una prova conclusiva sulla validità dell'amministrazione manageriale. Per esempio, ci può essere stata una sistematica sopravvalutazione da parte degli scalatori, che avranno perciò sofferto in seguito una delusione a proposito delle loro capacità manageriali, o hanno usato il denaro di altri allo scopo di espandere i loro affari. O, per un altro esempio, i nuovi proprietari si aspettavano di guadagnare (senza incrementi d'efficienza) a spese di altri soggetti (in particolare gli attuali dipendenti e manager) attraverso la violazione di promesse esplicite o implicite. O, infine, prima dell'inizio delle scalate il mercato dei capitali stava sistematicamente sottovalutando il valore delle attività delle imprese che ne sono state oggetto. Una caratteristica della recente ondata di scalate sembra comunque una chiara manifestazione di scorrettezza nel comportamento manageriale: l'adozione di clausole del tipo poison pill ("pillola velenosa") senza un voto di approvazione degli azionisti.

Le "poison pills". Le poison pills sono tattiche di difesa contro le scalate. Esse concernono la creazione di speciali titoli, i quali conferiscono certi diritti nel caso di acquisizione di una determinata quota dell'impresa da parte di uno scalatore. Nella maggior parte dei casi, i diritti in questione sono relativi all'acquisto di azioni dell'impresa oggetto della scalata (o, se la scalata ha successo, dell'impresa scalatrice) a prezzi scontati. Tali diritti funzionano da difesa contro le scalate poiché accrescono notevolmente il costo di

acquisizione dell'impresa. Benché i manager cerchino spesso di convincere gli azionisti (ai quali i titoli vengono in parte o totalmente assegnati) che si tratta di speciali diritti loro spettanti, essi di fatto eliminano la possibilità che i proprietari dell'impresa vendano le loro quote ad un compratore non gradito a soggetti - i manager e gli amministratori - che sono nominalmente dei loro agenti.

Il fatto che gli azionisti adottino un tale schema è chiaramente affar loro, e la cosa può anche risultare nel loro interesse: se non sono tali da rendere una scalata impossibile, simili pratiche difensive migliorano infatti la posizione negoziale degli azionisti, e perciò aumentano il prezzo che questi riceveranno nel caso di acquisizione dell'impresa. Comunque, i consigli di amministrazione possono adottare le poison pill senza l'approvazione degli azionisti. Di fatto, ciò è spesso accaduto durante gli anni ottanta, quando gli amministratori (o il management) divennero particolarmente apprensivi riguardo alle potenziali scalate. Simili pratiche sembrano comportare un'espropriazione dei diritti di proprietà degli azionisti da parte di coloro che sono supposti essere dei semplici servitori dei loro interessi. Inoltre, l'evidenza empirica suggerisce che l'adozione di poison pill riduce il valore di mercato delle azioni, e che simili pratiche tendono a essere utilizzate in imprese nelle quali i manager e gli amministratori detengono percentuali molto basse del capitale sociale": si tratta cioè di un ulteriore supporto all'idea che esse non servano gli interessi dei proprietari.

3.3 Il "moral hazard" nei contratti finanziari

Un tipo molto comune di moral hazard sorge quando individui differenti hanno diritti diversificati sui proventi finanziari di un investimento. Abbiamo già esaminato un esempio di ciò nel caso della crisi del credito, ma altri abbondano e possono spiegare molti dettagli dei contratti finanziari.

L'indebitamento, il capitale di rischio e i fallimenti. La maggior parte delle imprese si finanzia attraverso una combinazione di debito e di capitale di rischio. I creditori, le banche, i possessori di titoli obbligazionari emessi dall'impresa, i fornitori, sono dei mutuanti: essi forniscono del denaro in cambio della promessa di essere in seguito rimborsati (magari col pagamento degli interessi). I possessori delle quote di capitale hanno diritto al profitto che residua dopo che sono state ripagate le obbligazioni debitorie. In una società di capitali, le quote sono associate alle azioni, e sono gli azionisti ad eleggere il consiglio di amministrazione, il quale determina le politiche aziendali e nomina i manager. In una società di persone o in un'impresa individuale sono i soci o proprietari ad avere diritto al profitto residuale. In assenza di problemi rilevanti di moral hazard manageriale, ci si aspetta che l'impresa venga gestita nell'interesse dei titolari del capitale di rischio: ciò non risulta necessariamente coerente con l'interesse dei creditori dell'impresa. Nel caso del credito, ad esempio, i titolari del capitale sociale tendono a preferire investimenti più rischiosi di quanto desiderato dai creditori. Il ragionamento è infatti esattamente lo stesso: se gli investimenti vanno a buon fine, i proprietari guadagnano notevolmente mentre i creditori ottengono solo il pagamento fisso loro promesso; se, al contrario, si ottengono delle perdite, parte di esse possono ricadere sui creditori, che in tale caso non vengono rimborsati completamente.

Come abbiamo già notato, i creditori prendono delle iniziative per proteggersi contro i potenziali problemi di moral hazard che sorgono se l'impresa massimizza il valore del suo capitale. Essi effettuano controlli sui crediti, richiedono garanzie, controllano l'utilizzo dei fondi (in parte richiedendo dei rimborsi parziali durante il periodo del prestito) e possono strutturare il mutuo in modo tale da avere il diritto di richiederne l'immediato rimborso nel caso in cui sorgano dei dubbi sulla solvibilità del mutuatario. Inoltre, in certi paesi, le banche creditrici ottengono di essere rappresentate nei consigli d'amministrazione delle società debentrici, potendo in tal modo meglio controllare i loro investimenti. Analogamente,

i possessori di obbligazioni possono ottenere delle clausole contrattuali che limitano il tipo di operazioni intraprendibili dall'impresa debitrice, e l'ammontare addizionale di prestiti che questa può richiedere.

Nonostante tutto questo, capita talvolta che i mutui non possano essere rimborsati, o almeno che un pagamento promesso non venga effettuato. In tali circostanze, i creditori possono richiedere il fallimento dell'impresa. Questo può essere visto come un istituto di protezione del valore delle attività: una volta fallita l'impresa, i creditori ottengono infatti molti dei diritti decisionali che normalmente appartengono ai proprietari. Ciò impedisce che vengano sperperate le risorse disponibili per soddisfare le obbligazioni debitorie: per questa ragione tale istituto incentiva il prestito delle risorse finanziarie e incoraggia un'allocazione efficiente delle medesime. Inoltre, nella misura in cui i manager vengono danneggiati da un fallimento - poiché il loro impiego, i loro privilegi e le loro pensioni possono svanire - il timore del fallimento può servire come strumento di controllo del moral hazard dei manager nei confronti degli interessi dei proprietari.

Secondo la normativa tributaria degli Stati Uniti, i pagamenti effettuati da una società nella forma di interessi debitori sono detraibili, mentre così non è per i dividendi. Poiché in entrambi i casi si tratta di pagamenti sostenuti per l'utilizzo di capitale, ciò suggerisce che l'impresa potrebbe avvantaggiarsi con un uso estremo dell'indebitamento. Il problema di moral hazard che accompagna l'indebitamento indica, comunque, una ragione per la quale un ricorso esclusivo potrebbe non essere praticabile: con l'aumento della percentuale del capitale finanziata via debito crescono infatti anche gli incentivi per i proprietari, e quindi per i loro manager, a sostenere dei rischi elevati. Ciò significa che, per valori elevati del rapporto tra indebitamento e capitale di rischio, per ottenere dei prestiti le imprese devono pagare tassi di interesse molto elevati, fornire garanzie estremamente onerose e accordare ai creditori forti diritti di controllo.

I sistemi di protezione fiscale nel settore del petrolio e dei gas. Negli Stati Uniti, all'inizio degli anni ottanta, molte delle iniziative di esplorazione e sviluppo relative al petrolio ed ai gas combustibili erano organizzate nella fauna di società a responsabilità limitata, le quali costituiscono una forma societaria ibrida tra quella di persone e quella di capitali. Ci sono due tipi di soci in una società a responsabilità limitata: i soci accomandatari e quelli accomandanti. I secondi sono in una posizione molto simile a quella degli azionisti di una società di capitali: essi non hanno alcun ruolo nella conduzione della società, e si limitano a fornire i mezzi finanziari necessari alle operazioni dell'impresa. I soci accomandanti godono corrispondentemente di responsabilità limitata, cioè rispondono finanziariamente solo sino all'ammontare delle somme investite nel capitale sociale. I soci accomandatari sono invece simili ai soci di una società di persone: essi prendono tutte le decisioni manageriali e sono illimitatamente responsabili per i debiti dell'impresa, cioè, in caso di inadempienza, i creditori possono chiamarli a rispondere con la loro ricchezza personale dei debiti dell'impresa.

La normativa fiscale vigente all'inizio degli anni ottanta spiega parzialmente la popolarità di questa forma organizzativa. I soci riuscivano spesso a risparmiare sulle imposte facendo sostenere agli accomandanti tutti i costi di esplorazione petrolifera (i quali risultavano detraibili fiscalmente al momento del loro sostenimento), e agli accomandatari i costi del completamento dei pozzi (considerati dal fisco come costi capitalizzati da ammortizzare). Tutti i soci si spartivano poi i proventi ottenuti al momento della effettiva estrazione del greggio.

Un tale sistema di elusione fiscale è reso difficoltoso dai problemi di moral hazard che sorgono a seguito dei diversi interessi dei soci. Il punto fondamentale è che ciascun tipo di socio sostiene tipi di costi differenti e riceve solamente una quota dei proventi finali. Se si scopre che un pozzo ha localizzato del petrolio, i soci accomandatari devono decidere se completano in modo che possa essere sfruttato. Se decidono in tal senso, essi sostengono il 100% delle spese relative al completamento dell'impianto di estrazione, ma ricevono

solo il 25% dei ricavi relativi al greggio estratto, mentre il resto va a soci accomandanti. Supponiamo che, dopo il sostenimento dei costi relativi all'esplorazione, si scopra che un pozzo possa produrre abbastanza da far sì che i costi del suo completamento siano pari al solo 50% dei ricavi attesi, cosicché vi è una chiara convenienza dell'impresa a passare alla fase dell'estrazione. Nonostante il completamento del pozzo massimizzi il valore totale, i soci accomandatari non troverebbero conveniente procedere: la loro quota del 25% non è infatti sufficiente a coprire i costi che essi dovrebbero sostenere. Inoltre, più in generale, è molto difficile che i soci accomandanti, i quali non hanno nessun ruolo nella gestione della società e probabilmente neanche alcuna conoscenza tecnica sul settore petrolifero, riescano ad assicurarsi che i soci accomandatari tengano i loro interessi nel conto dovuto.

Una seconda difficoltà sorge quando, come spesso accade, i soci accomandatari sono contemporaneamente impegnati in molteplici esplorazioni nella stessa area, e hanno quote differenti nei diversi progetti. Si consideri il caso estremo nel quale essi hanno un altro progetto estrattivo, del quale sono gli unici titolari, che riguarda un terreno adiacente. In tal caso, spostando le attività di perforazione verso i confini con il loro terreno, essi possono ottenere delle informazioni sulle probabilità relative di trovare del petrolio nelle diverse parti di tale lotto, scaricandone il costo sui soci accomandanti. Problemi analoghi, anche se meno acuti, sorgono nel caso in cui gli accomandatari sono coinvolti in una pluralità di società nelle quali hanno interessi differenti. In tal caso essi possono venir indotti a distorcere i loro sforzi e le loro risorse a favore di quelle iniziative nelle quali il loro interesse è maggiore. Anche in questo caso, il comportamento degli accomandatari è difficilmente controllabile.

Un terzo possibile caso di conflitto di interessi si manifesta quando gli accomandatari, o dei soggetti loro collegati, conferiscono alla società dei macchinari o dei servizi. Il problema consiste nel fatto che gli accomandatari hanno un incentivo a gonfiare il costo di tali transazioni, poiché la società ne paga a loro il conto.

La possibilità di questi conflitti è chiaramente riconosciuta, e gli statuti societari discutono spesso apertamente dei relativi problemi di incentivazione.

4. Il controllo del moral hazard

Tre condizioni devono valere perché insorgano dei problemi di moral hazard: per prima cosa, devono esistere delle potenziali divergenze di interessi tra gli individui. Gli interessi non sono sempre conflittuali, né i conflitti riguardano tutte le possibili dimensioni delle transazioni: al contrario, in certe situazioni gli interessi di individui differenti sono naturalmente coincidenti. Spesso, tuttavia, gli interessi individuali delle parti sono tra di loro in conflitto, se non altro a causa della scarsità delle risorse, che implica che ciò che una parte ottiene debba essere negato alle altre. Come seconda condizione, deve esistere una qualche base che crei l'opportunità per uno scambio conveniente o per la cooperazione degli individui - una qualche ragione per accordarsi su di una transazione - e che dia spazio alla divergenza degli interessi. Fin qui, funzionerebbero le procedure dei mercati più semplici: divergenze d'interesse sono presenti in quasi tutti gli scambi, e tuttavia questi avvengono spesso con successo e senza alcun problema di moral hazard. Il terzo elemento cruciale consiste nel fatto che vi devono essere delle difficoltà nell'accertare se i termini contrattuali vengono di fatto adempiuti, e nell'ottenimento del loro rispetto. Tali difficoltà sorgono spesso perché il diretto controllo delle azioni, o la verifica delle informazioni ottenute, sono costosi o impossibili. Inoltre, esse possono essere presenti anche nel caso in cui entrambe le parti sanno perfettamente che il contratto non è stato rispettato ma tale violazione non può essere verificata dai terzi (tribunali, arbitri) dotati del potere di imporre il rispetto dell'accordo. Ciò implica che le normali soluzioni di mercato non siano utilizzabili, poiché le parti non sono nella condizione di scrivere un contratto completo di cui sia possibile

ottenere il rispetto. Nello stesso tempo, le tre condizioni indicate suggeriscono anche delle possibili procedure con le quali trattare i problemi di moral hazard.

4.1 Il controllo diretto

Il primo rimedio è suggerito dalla terza condizione: si tratta di incrementare le risorse dedicate ai controlli e alle verifiche. Talvolta ciò consiste nel prevenire i comportamenti inadeguati bloccandoli direttamente prima che essi si manifestino. Per esempio, le società per azioni statunitensi non possono pubblicare i loro bilanci finché questi non sono stati verificati da certificatori (auditor) indipendenti dall'impresa; i prospetti che descrivono gli investimenti per i quali si raccolgono fondi presso il pubblico devono essere approvati dalla Commissione scambi e titoli (Securities and Exchange Commission, SEC); e le compagnie d'assicurazioni possono ottenere che i loro assicurati si sottomettano a una seconda visita, prima di finanziare dei trattamenti costosi sulla base della raccomandazione di un singolo medico. In altri casi, il controllo ha lo scopo di diminuire la probabilità che un comportamento socialmente inefficiente non venga riscontrato, e i risultati del controllo costituiscono la base per un sistema di premi e di penalità. Per esempio, i lavoratori devono spesso timbrare un cartellino che registra i loro movimenti, e sono soggetti a vari tipi di penalità nel caso di arrivi in ritardo e di uscite anticipate. Naturalmente, il controllo diretto permette anche di costituire un sistema di premi per i comportamenti migliori.

Il pagamento di premi monetari è esso stesso soggetto ad un problema di moral hazard relativo al mantenimento delle promesse. La parte incaricata dei controlli può infatti alterare i risultati degli stessi, sostenendo che il comportamento della controparte è stato inadeguato e pertanto immeritevole del premio promesso. Tale problema sorge specialmente se i criteri di giudizio della performance sono difficili da descrivere o da misurare precisamente, e le valutazioni tendono perciò a essere piuttosto soggettive. A volte, l'interesse a mantenere una buona reputazione è un motivo sufficiente a bilanciare l'incentivo a mentire sui risultati del controllo; in altre situazioni, l'efficacia dei controlli può dipendere dal fatto che essi generino un'evidenza verificabile da parte di un'autorità giudiziale dotata del potere di imporre il pagamento dei premi.

Un problema (l'incapacità a impegnarsi credibilmente) più sottile ma connesso al precedente sorge quando la penalità comporta un costo per la parte che dovrebbe infliggerla. Per esempio, anche se le regole di un'impresa prevedono che un dipendente sorpreso a trasgredirle debba essere licenziato, ciò nondimeno il datore di lavoro potrebbe essere riluttante a liberarsi di un impiegato di valore, e difficile da sostituire, che abbia commesso solo un'infrazione minore. Naturalmente, la minaccia di una penalità risulta destituita di ogni valore se i dipendenti realizzano che l'impresa non è poi pronta a punire i trasgressori.

La competizione tra le fonti informative. Benché il controllo richieda lo sviluppo di fonti d'informazione sulla performance e sull'attendibilità dell'agente, ciò non comporta necessariamente una spesa diretta. Una possibilità è quella di basarsi sulla competizione tra parti portatrici di interessi conflittuali: i venditori, per esempio, spesso illustrano spontaneamente i meriti dei loro prodotti relativamente a quelli dei concorrenti, evidenziando così dei difetti che questi ultimi non avrebbero certamente enfatizzato. Lo stesso fenomeno si manifesta anche all'interno delle organizzazioni: ad esempio, nel caso in cui la Marina e l'Aviazione, sottolineando ciascuna i propri punti di forza e gli svantaggi della controparte, competano per ottenere la responsabilità di una certa missione. Il pericolo insito nell'affidarsi a fonti d'informazione in competizione è ovviamente maggiore nel caso in cui esse abbiano in comune degli interessi contrari a quelli del loro principale. Per esempio, nessuno dei venditori di materiale isolante in amianto ha avuto convenienza ad enfatizzarne la pericolosità per la salute prima che essa divenisse generalmente nota.

Il controllo dei mercati. Il moral hazard dei manager è spesso reso meno forte dal controllo esercitato gratuitamente dai mercati. Se le imprese agiscono in un regime sufficientemente competitivo sul mercato del prodotto o degli input, e se non vengono ben gestite, i loro manager finiscono per fronteggiare una maggiore probabilità di fallimento. La paura della disoccupazione ed il fatto di costruirsi una cattiva reputazione possono creare così degli opportuni incentivi manageriali. Analoghi incentivi genera anche il “mercato per il controllo societario”, attraverso la minaccia ai manager della perdita del loro impiego a seguito di una scalata o di una vittoria nella competizione per le deleghe”.

4.2 I contratti di incentivazione

In talune situazioni, il controllo diretto del comportamento degli agenti può semplicemente essere troppo costoso per risultare conveniente. Come abbiamo menzionato, potrebbe comunque essere possibile osservare degli esiti del comportamento degli agenti, e perciò fornire degli incentivi appropriati premiandone i migliori. Per esempio, anche se fosse impossibile controllare la cura e l’abilità impiegate dal personale nella manutenzione delle macchine, potrebbe nondimeno essere misurabile la percentuale di interruzioni nel loro funzionamento. In effetti, se il tasso di interruzioni fosse completamente determinato dalla prestazione degli addetti alla manutenzione, un sistema di retribuzione basato su di esso sarebbe un perfetto sostituto di quello basato sullo sforzo e la cura della manutenzione. Lo stesso sarebbe vero anche se altri fattori (come l’intrinseca qualità dei macchinari, l’intensità del loro utilizzo e la cura esercitata dal personale operativo) influenzassero il tasso di interruzioni, se l’effetto di questi fattori potesse essere determinato precisamente.

Sfortunatamente, una perfetta corrispondenza tra le azioni non osservabili ed i loro esiti osservati è rara: molto più spesso il comportamento degli individui determina solo parzialmente gli esiti osservabili, ed è impossibile isolare precisamente l’impatto degli altri fattori. Per esempio, l’ammontare totale delle vendite dipende non solo dall’impegno dei venditori, ma anche da una molteplicità di altre componenti: dal prezzo e dalla politica pubblicitaria dell’impresa, dai prezzi dei concorrenti e dai loro sforzi promozionali, e dalle altre condizioni che influenzano la domanda dei consumatori. Un sistema di premi basato sui risultati fa perciò dipendere il reddito dei venditori da fattori casuali ed incontrollabili. Effetti analoghi insorgono quando gli esiti sono pienamente determinati dallo sforzo degli individui, ma essi non possono essere misurati con precisione, e devono invece venir stimati in modo soggetto ad errori stocastici. I redditi sono dunque soggetti a variazioni casuali anche in questo caso.

Il problema del sostenimento del rischio. La maggior parte delle persone non apprezza che il suo reddito dipenda da fattori stocastici: tali persone sono avverse al rischio, e preferiscono un reddito inferiore ma il cui ammontare è certo ad un reddito soggetto a variazioni non controllabili ma che risulta in media più grande. I rischi generati dai contratti di incentivazione comportano dei costi per queste persone. Poiché con un reddito incerto tali individui non hanno la stessa utilità che otterrebbero se ricevessero con certezza lo stesso ammontare atteso, è necessario pagani maggiormente, in media, per convincerli ad accettare i rischi necessari. Dal punto di vista del datore di lavoro, tale reddito extra costituisce un costo dell’utilizzo di un sistema retributivo di incentivazione.

Inoltre, un simile costo può essere tale anche dal punto di vista della società, e ridurre perciò l’efficienza complessiva. Il datore di lavoro è spesso infatti più tollerante verso i rischi, e meglio in grado di sostenerli, dei suoi dipendenti. Nel caso limite, nel quale il datore di lavoro è costituito da una società solidamente finanziata e con azionariato diffuso, e gli azionisti hanno un portafoglio ampiamente diversificato, è possibile assumere che questi ultimi siano neutrali verso il rischio - cioè interessati solo ai proventi attesi e virtualmente indifferenti alla variabilità dei guadagni dell’impresa, in particolare a quella relativa alla paga di un singolo lavoratore. La connessione delle retribuzioni alla perfor-

mance dell'impresa implica che una fonte di variabilità nei proventi di questa sia trasferita a carico dei dipendenti: quando le cose vanno bene parte del reddito extra va a questi ultimi, e quando le cose vanno male l'impatto di ciò sui redditi dei proprietari viene attutito da un più basso livello delle retribuzioni. Comunque, il trasferimento del rischio dai proprietari (che si curano poco di esso e si avvantaggiano dunque molto relativamente della sua riduzione) ai dipendenti (che potrebbero essere fortemente avversi al rischio) implica un incremento nel costo complessivo del suo sostenimento.

I costi del rischio e i benefici dell'incentivazione. La progettazione di un contratto d'incentivazione efficiente deve bilanciare i costi del sostenimento del rischio con i benefici ottenuti tramite un miglioramento degli incentivi. L'isolamento della retribuzione dei dipendenti avversi al rischio dalle variazioni misurabili della loro performance minimizza i costi relativi al sostenimento dei rischi, ma elimina anche ogni incentivo monetario a migliori prestazioni. L'imputazione dei rischi ai dipendenti rafforza i loro incentivi, poiché fa dipendere la loro remunerazione dalla loro effettiva prestazione, ma aumenta anche il costo sopportato per via del rischio. Il principio di efficienza suggerisce che i contratti osservati tenderanno a essere efficienti, subordinatamente all'osservabilità delle prestazioni previste nel contratto.

Un'implicazione di questa analisi è che l'uso di contratti che esponano dei dipendenti avversi al rischio a rischi evitabili risulta inefficiente, a meno che essi non creino degli utili incentivi. Per esempio, si consideri il caso di un'impresa i cui proprietari, neutrali rispetto al rischio, mirano al profitto e vogliono motivare i lavoratori ad essere produttivi. Un'ovvia possibilità è quella di pagare dei bonus basati sul profitto. Un tale sistema, comunque, espone i dipendenti a variazioni reddituali che non derivano solo dalla loro produttività, ma anche da altri fattori al di fuori del loro controllo: la disponibilità degli input e i loro prezzi, l'impegno dei venditori, la qualità delle decisioni imprenditoriali, i cambiamenti della domanda e del tasso di interesse, le iniziative dei concorrenti, ecc. In questo caso, potrebbe essere preferibile basare il sistema di incentivazione su di una misura diretta del contributo dei dipendenti, come il volume dell'output, il numero dei pezzi difettosi, il numero dei giorni di assenza dal lavoro, ecc. Anche in questo modo i lavoratori vengono esposti a rischi, poiché la produttività non è completamente sotto il loro controllo, ma essi vengono isolati da quelli non necessari.

L'idea fondamentale dietro i contratti d'incentivazione è quella di ricercare la congruenza fra gli obiettivi: un sistema di compensazione appropriatamente progettato fa sì che il comportamento opportunistico degli agenti approssimi quello desiderato dal principale. Alternativamente, si può pensare che uno schema di incentivazione appropriato rimuova il conflitto di interessi modificando gli obiettivi individuali degli agenti, e allineandoli più strettamente a quelli di chi lo ha predisposto. Noi parleremo usualmente degli incentivi come di un'alterazione dei compensi tale da accrescere i benefici monetari collegati al comportamento desiderato. Comunque, i comportamenti possono anche essere influenzati attraverso una modifica dei compiti assegnati, un programma di coinvolgimento dei dipendenti e la predisposizione di un miglior ambiente lavorativo: tutte cose che riducono la pesantezza del lavoro e la disutilità delle prestazioni dei dipendenti. Le regole che richiedono agli impiegati di essere necessariamente in ufficio in determinate ore possono essere considerate in termini simili: poiché essi devono essere al lavoro diviene più probabile che svolgano i compiti loro affidati, mentre se fossero altrove potrebbero trovare altre cose con le quali occupare il loro tempo.

4.3 Le cauzioni

In alcuni settori è normale richiedere il pagamento di cauzioni a garanzia delle prestazioni da fornire: esse consistono in somme di denaro che vengono trattenute nel caso in cui venga scoperto un comportamento inadeguato. Per esempio, gli appaltatori spesso pagano

una cauzione che viene poi trattenuta se il progetto non viene completato nel tempo e nei modi stabiliti. Analogamente, il capitale apportato dai proprietari di una banca o di una S&L svolge il ruolo di una cauzione, poiché nel caso di perdite viene utilizzato per rifondere i debiti. All'inizio degli anni settanta, la Società per i sistemi elettronici di elaborazione dati (Electronic Data Systems Corporation, EDS) - l'impresa di servizi informatici di Ross Perot, in seguito acquistata dalla General Motors - richiedeva il pagamento di 12.000 dollari ai dipendenti addestrati dall'impresa che si dimettevano entro tre anni dall'assunzione". La cauzione aveva il compito di impedire ai dipendenti di ottenere dall'impresa un addestramento costoso senza fornirgli in cambio un apporto significativo: l'ammontare richiesto era pari allo stipendio annuale allora corrente per un ingegnere.

Il pagamento di una cauzione può essere un mezzo molto efficace per creare gli incentivi desiderati: il problema consiste nel fatto che spesso gli individui non hanno le risorse finanziarie necessarie per prestarne una grande a sufficienza. Ciò è particolarmente vero quando i guadagni ottenibili da un comportamento scorretto sono elevati e la probabilità di essere scoperti è invece bassa, cosicché la cauzione dovrebbe essere significativamente elevata.

4.4 La relazione età/retribuzione, le clausole relative all'anzianità ed il pensionamento obbligatorio.

Le retribuzioni tendono ad aumentare con l'età e l'esperienza, persino al netto della produttività. Sappiamo che inducendo autoselezione è possibile ridurre il turnover dei dipendenti. Edward Lazear ha suggerito una spiegazione alternativa, la quale suppone che si usi un sistema di cauzioni per scoraggiare il disimpegno dei lavoratori.

Supponiamo che l'impresa possa licenziare ogni lavoratore colto ad ozio: possiamo pensare che il lavoratore riceva una qualche utilità dal suo ozio, per esempio una riduzione di stress o più tempo per perseguire i propri interessi, e che ciò non possa essere impedito. Se i lavoratori potessero pagare una cauzione il cui valore superi sufficientemente quello dei benefici ottenuti dall'ozio, e se il fatto di essere scoperti comportasse la perdita della cauzione, allora essi sceglierebbero di non ozio. Il loro valore per l'impresa risulterebbe perciò più elevato e, nel caso di competizione tra più datori di lavoro, anche le loro retribuzioni aumenterebbero. L'utilizzo di una cauzione può dunque promuovere il raggiungimento dell'efficienza: se però i vantaggi privati del comportamento inefficiente fossero elevati, o fosse bassa la probabilità di essere scoperti, i lavoratori potrebbero non essere in grado di pagare una cauzione sufficientemente elevata, e i vantaggi ricordati non sarebbero ottenibili.

Supponiamo inoltre che, in tali circostanze, l'impresa faccia ai lavoratori la promessa credibile di pagarli in seguito, durante la loro carriera, più della loro produttività (e quindi più di quanto potrebbero guadagnare altrove): se all'inizio di carriera essi sono pagati meno della loro produttività è possibile fare in modo che il valore totale del flusso retributivo non venga alterato da questa politica salariale. Con l'aumentare dell'anzianità, gli alti salari promessi svolgerebbero dunque il ruolo di una cauzione che non verrebbe restituita se il dipendente venisse scoperto a comportarsi scorrettamente: un profilo salariale crescente con l'anzianità replica dunque gli effetti di una cauzione. Nella sostanza, le strutture salariali osservate potrebbero essere spiegate dalla necessità di rendere i loro impieghi preziosi per i dipendenti, al fine di assicurarsi da parte loro un comportamento adeguato.

Sorprendentemente, un tale sistema è efficiente se esiste una clausola di pensionamento obbligatorio. L'efficienza richiede infatti che le persone vadano in pensione quando il valore di ciò che producono uguaglia quello del loro costo privato di continuare a lavorare. Se dunque fossero pagati quanto producono, gli individui andrebbero in pensione esattamente al momento giusto: ma con il sistema descritto, che consente agli individui con maggior anzianità di ottenere retribuzioni superiori alla loro produttività, essi non vanno in pensione

volontariamente al momento adeguato, e una clausola di pensionamento obbligatorio risulta perciò necessaria. Si noti inoltre che, all'inizio della loro carriera, i lavoratori sono lieti di firmare dei contratti che comprendono una clausola di pensionamento obbligatorio a una certa data, anche se non saranno in seguito contenti di doverla rispettare.

Il sistema descritto richiede inoltre un meccanismo che renda credibile la promessa dell'impresa. Il pericolo è che l'impresa si mostri poi inadempiente, liberandosi dei lavoratori anziani piuttosto che pagarli un salario superiore alla loro produttività. Ancora una volta, ciò che potrebbe funzionare è il timore di rovinarsi la reputazione, ma, questo meccanismo ha forse meno probabilità di essere efficace quando i lavoratori hanno poche opzioni lavorative alternative, e gli incentivi ad abbandonare l'impresa non sono perciò forti. In tal caso un ruolo utile può essere svolto da una regola di licenziamento per anzianità: per liberarsi di un lavoratore che sta pagando più della sua produttività, l'impresa dovrebbe in tal caso licenziare prima tutti i dipendenti con anzianità inferiore, anche coloro quindi che essa sta retribuendo meno del valore del loro sforzo produttivo.

4.5 Il "fai da te", i cambiamenti proprietari e le riforme organizzative

Nelle situazioni d'agenzia il moral hazard viene eliminato se il principale può sostituire l'agente di persona: talvolta questo è possibile, ma spesso non è così - per esempio, non si può essere i chirurghi di se stessi - e in ogni caso ciò sacrifica i guadagni della specializzazione.

Nelle situazioni di mercato, i cambiamenti di proprietà che fanno sì che le transazioni avvengano all'interno di un'unica organizzazione possono aiutare a risolvere i problemi di moral hazard (l'unificazione della proprietà può costituire una risposta alle inefficienze che sorgono a causa della razionalità limitata e dell'informazione privata). Per esempio, se un'impresa e un suo fornitore compiono spesso delle transazioni complesse in presenza di moral hazard, come nel caso di problemi inerenti alla qualità, può essere efficiente che una delle due parti acquisti l'altra: in tal caso, i differenti interessi (il profitto di ciascuna impresa) si mescolano, e molti problemi di incentivazione possono risolversi. Un semplice esempio matematico illustra come questo possa funzionare.

Gli incentivi e le strutture proprietarie: un esempio. Supponiamo che due imprese abbiano un'opportunità commerciale congiunta, la quale richiede che entrambe facciano qualche investimento. Gli ammontari di tali investimenti sono misurati in M_A e M_B , rispettivamente per l'impresa A e per l'impresa B . Tali valori, comunque, non corrispondono necessariamente a quelli reali delle attività - e questo è il punto nel quale si manifesta il moral hazard - poiché le parti decidono individualmente sugli ammontari effettivamente investiti. Per esempio, un'attività materiale potrebbe essere valutata contabilmente in 100 dollari, poiché era costata 200 dollari un anno prima e aveva allora una durata stimata di due anni. Il valore effettivo, tuttavia, potrebbe essere oggi di soli 50 dollari, poiché macchinari più recenti che usano un nuovo processo hanno reso obsoleti i precedenti. Analogamente, il valore di un anno lavorativo di un certo dipendente può venir registrato a un ammontare pari alla sua retribuzione, ma questa potrebbe non rifletterne accuratamente il valore per l'impresa. Il dipendente potrebbe per esempio essere un giovane ingegnere appena laureato, che dovrà fare un periodo di pratica con bassa produttività attesa (al netto del costo dei suoi errori). O, al contrario, potrebbe trattarsi di un intraprendente dirigente che ha già avuto successo in alcuni progetti, ed è molto più prezioso per l'impresa che altri dipendenti con la sua stessa qualifica. Siano V_A e V_B i valori effettivi delle risorse investite dalle due compagnie nel progetto comune, il cui ricavo atteso sia pari a 1,5 volte il valore effettivo dell'investimento totale meno 600 dollari, cioè a: $1,5 \times (V_A + V_B) - 600$. Maggiori investimenti effettivi conducono dunque a livelli di ricavo mediamente più elevati. Supponiamo che le due imprese scrivano un contratto secondo il quale ciascuna investirà 1.000 dollari nel progetto. Il contratto deve far riferimento ai soli valori misurabili: infatti, anche se le

parti potrebbero essere in grado di distinguere i valori reali degli investimenti, non esiste però alcun modo nel quale un tribunale potrebbe verificarli e imporre il rispetto di un accordo che si riferisse a questi ultimi. In quanto soci identici, le due imprese si accordano per dividersi a metà i proventi del progetto comune. Se le parti investissero in modo tale da far coincidere i valori reali con quelli misurati, cosicché $M_A = M_B = V_A = V_B = 1.000$, allora il progetto sarebbe conveniente per entrambe le imprese. Infatti il ricavo totale da esso generato sarebbe $1,5X(V_A + V_B) - 600 = 2.400$, valore che eccede l'ammontare totale investito pari a 2.000 dollari: ciascuna impresa si aspetterebbe perciò di ricevere 1.200 dollari, con un profitto netto di 200 dollari. Si supponga ora che, benché il valore misurato sia esattamente 1.000 dollari, ciascuna impresa possa scegliere liberamente di investire effettivamente una qualunque cifra compresa tra i 500 e i 1.500 dollari. Cosa sceglieranno di fare le imprese? Sarà conveniente il progetto comune? Consideriamo la questione dal punto di vista dell'impresa *A*: qualunque ammontare V_B l'impresa *B* scelga di investire, il profitto atteso dell'impresa *A* sarà la sua quota del ricavo totale meno l'investimento da essa effettuato (si veda la Tabella 4). Secondo la Tabella 4, ogni dollaro extra investito dall'impresa *A* produce 1,5 dollari di maggior ricavo totale, ma la quota di esso che va all'impresa è di soli 0,75 dollari: perciò l'impresa *A* perde 0,25 dollari per ogni dollaro investito. La scelta ottimale dell'impresa *A* è dunque quella di effettuare l'investimento minimo di 500 dollari, come indicato dalla settima riga della Tabella. In tal caso, il ricavo totale atteso sarebbe di soli 900 dollari, a fronte di un investimento richiesto pari a 1.000 dollari: poiché ogni impresa si aspetterebbe di perdere 50 dollari, gli investimenti non verranno effettuati. Un'opportunità commerciale conveniente va dunque perduta a causa del fatto che ogni impresa si aspetta dall'altra un comportamento opportunistico. Naturalmente, il problema descritto verrebbe eliminato dalla fusione delle due imprese, poiché questa riconduce le decisioni d'investimento alla titolarità di un singolo individuo, il quale sostiene interamente i costi e ne riceve tutti i benefici.

Investimento di B	V_B
Investimento di A	V_A
Investimento totale	$V_A + V_B$
Ricavo totale atteso	$1,5(V_A + V_B) - 600$
Ricavo atteso di A	$0,75x(V_A + V_B) - 300$
Profitto netto atteso di A	$0,75xV_B - 0,25xV_A - 300$
Decisione massimizzante di A	$V_A = 500$
Decisione attesa di B	$V_B = 500$
Perdita attesa di A	50

Tabella 4: i calcoli del profitto di A

Le determinanti delle proprietà. Come mostrato dai nostri esempi che riguardano i rapporti di impiego, l'“integrazione” di una transazione in un'unica organizzazione non conduce a un automatico allineamento degli incentivi. In effetti, l'integrazione verticale trasforma semplicemente un manager con interessi propri che lavorava per il fornitore in un manager con interessi propri che lavora per l'impresa: il fondamentale problema d'incentivazione potrebbe rimanere irrisolto.

La conclusione è che una fusione non sempre elimina i problemi di incentivazione che esistono tra due imprese. Tale problema si unisce poi al fatto che vi sono dei costi addizionali nel condurre delle attività inizialmente separate sotto una stessa direzione. Un'importante componente di questi è costituita dai costi d'influenza, i quali, in un'organizzazione integrata, aumentano con l'aumento delle potenzialità di controllo centralizzato. Benché le attività d'influenza che danno luogo ai costi menzionati costituiscano una manifestazione del moral hazard, esse sono di tale importanza per la comprensione delle organizzazioni da meritare un trattamento separato.

5. Le attività d'influenza e la proprietà unificata

Quali costi comporta la riunione di due organizzazioni separate sotto un'unica direzione? Perché l'agente risultante dalla fusione non può fare tutte le cose che facevano separatamente le sue componenti, ed anche di più? Quali sono i limiti dimensionali, se ve ne sono, di un'organizzazione efficiente? Perché le attività economiche non sono organizzate tutte in una singola impresa?

Sappiamo che la completa concentrazione in una singola organizzazione comporta dei costi di transazione inefficientemente elevati. Ma quali sono questi costi? In pratica, fino a tempi recenti, si è prestata poca attenzione al compito di identificare i costi di transazione dell'organizzazione interna. Si tratta invece di una questione rilevante: le organizzazioni reali investono infatti molto tempo e risorse per la riduzione di tali costi, come testimoniato dallo sviluppo della forma d'impresa multidivisionale. Inoltre, un'idea molto semplice - cioè quella di una politica di intervento selettivo - destituisce di rilevanza molte delle più ovvie possibili cause di disfunzionalità del controllo unificato.

5.1 *La proprietà unificata e l'intervento selettivo*

Supponiamo che sia efficiente che due parti di una grande organizzazione siano indipendenti ed agiscano come entità separate. Allora, all'interno dell'organizzazione, la direzione centrale potrebbe gestire le due unità tenendole a distanza tra di loro, come se esse non fossero parte di un'unica struttura. Per esempio, quando le transazioni di mercato si dimostrano adeguate, perché non replicarne il funzionamento attraverso l'utilizzo di un sistema interno di prezzi di trasferimento? E, allo stesso tempo, perché la direzione centrale non dovrebbe invece intervenire selettivamente nelle operazioni quando risulta così possibile ottenere dei vantaggi economici?

Seguire coerentemente una politica di interventi selettivi deve significare che l'organizzazione unificata può fare tutto ciò che le sue componenti riuscivano a fare, ed almeno altrettanto bene: in tal caso non vi sarebbe alcun limite alla dimensione organizzativa efficiente. Perché allora non tutte le attività economiche vengono svolte da una, singola impresa? L'unica risposta logica è che l'adesione ad una generale politica di intervento selettivo debba essere impraticabile: ma perché? Una parte della risposta a questa domanda è fornita dalle attività d'influenza.

Le attività d'influenza hanno luogo quando le decisioni dell'organizzazione influenzano la distribuzione della ricchezza, o di altri benefici, fra i suoi membri o fra i gruppi ai quali esse si riferiscono, e questi cercano perciò di influenzare tali decisioni a loro beneficio. I costi relativi a tali attività sono appunto detti costi d'influenza.

5.2 *L'influenza sugli interventi*

La fondamentale difficoltà relativa alle politiche di intervento selettivo è che queste richiedono l'esistenza di un agente, dotato del potere di intervenire, che raccolga le informazioni necessarie a prendere le decisioni: si tratta perciò di funzioni che possono a loro volta comportare dei costi organizzativi. I più ovvi di questi si riferiscono alla retribuzione dell'agente incaricato di prendere le decisioni, e al costo della predisposizione del suo sistema informativo, incluso il tempo che gli agenti ai livelli inferiori dell'organizzazione devono devolvere alla trasmissione delle informazioni rilevanti. Spesso più importante risulta però il fatto che i membri dell'organizzazione possono avere delle ragioni individuali per desiderare degli interventi improduttivi, e possono perciò devolvere delle risorse per tentare di influenzare le decisioni in tal senso. Persino se tali sforzi restano senza esito, essi rappresentano un costo che non ha utili contropartite: e naturalmente, se hanno successo, gli interventi inappropriati che ne risultano comportano ulteriori costi, dovuti alla realizzazione di scelte sbagliate. Infine, le strutture organizzative e le modalità operative vengono

ovviamente modificate dal riconoscimento della possibilità di tali attività d'influenza, e tali deviazioni costituiscono dei costi addizionali: questi e quelli precedentemente segnalati sono dunque esempi di costi d'influenza.

Come è evidente, l'importanza dei costi d'influenza dipende dall'esistenza di un'autorità centrale, dal genere di procedure decisionali adottate e dal grado di conflittualità degli interessi dei membri dell'organizzazione. La nostra attenzione si concentra qui sul modo nel quale i costi d'influenza limitano l'ambito ottimale delle organizzazioni formali.

Quando, con la creazione di una direzione centrale, si unificano due organizzazioni precedentemente separate, si accrescono le attività d'influenza possibili e i relativi costi. Per esempio, i membri di una certa unità possono cercare di influenzare i direttori generali per farsi trasferire delle risorse a spese di un'altra componente. Tali agenti possono argomentare che le loro opportunità d'investimento sono migliori, e dunque essi possono fare un uso ottimale delle risorse generate dall'altra divisione; oppure che nella loro unità vi sono delle preziose opportunità di collocamento per i membri migliori dell'altro gruppo; o che tutte le attività di marketing o di produzione o di ricerca e sviluppo potrebbero più convenientemente essere accentrate in una singola unità (la loro!). L'altro gruppo può ovviamente avere analoghi incentivi a difendersi e contrattaccare: esso potrebbe per esempio suggerire che l'altra unità dovrebbe acquistare i suoi output persino nel caso in cui il mercato esterno potesse fornirne di migliori o più economici, poiché ciò aiuterebbe a coprire i costi generali dell'impresa o a svilupparne le competenze. Oppure, questo gruppo potrebbe argomentare che l'equità, la morale e infine anche la produttività richiedono che i suoi membri vengano pagati quanto quelli dell'altro gruppo, anche se questi ultimi potrebbero essere particolarmente produttivi o dotati di particolari abilità e conoscenze. Grandi ammontari di risorse umane e materiali possono venir sprecati in questi tentativi, e molto tempo della direzione andare perso per occuparsi di essi. Naturalmente, niente di tutto questo avrebbe luogo se non esistesse un'autorità centrale dotata del potere di realizzare i cambiamenti proposti. In conclusione, benché l'organizzazione risultante da una fusione possa essere in grado di ottenere risultati non altrimenti possibili, essa soffre anche di costi intrinseci.

5.3 I costi d'influenza e le fusioni fallite

Gli argomenti appena esaminati suggeriscono una spiegazione della frequenza con la quale sembrano fallire le fusioni e le acquisizioni societarie. In uno studio, relativo al periodo tra 1950 e il 1986, sulle strategie di diversificazione di 33 grandi società statunitensi, Porter ha trovato che il 60% delle acquisizioni relative a settori nei quali in precedenza le imprese acquirenti non avevano esperienza sono state in seguito dismesse, e che nel 61% dei casi gli acquirenti hanno disinvestito la maggior parte delle loro acquisizioni¹⁶. Benché non tutte le dismissioni debbano necessariamente implicare un fallimento, si direbbe che persino le sofisticate imprese esaminate da Porter abbiano sperimentato delle difficoltà con le loro acquisizioni. Ci sono ovviamente dei grandi problemi nel tentare di integrare due organizzazioni differenti, ciascuna con una propria storia, un proprio modo di fare le cose, i propri sistemi di controllo e di retribuzione, ecc. Per concentrarsi su di un caso puro nel quale tali fattori dovrebbero essere ridotti al minimo, si consideri una fusione conglomerata nella quale un'impresa ne acquista un'altra con l'intento di gestirla come se si trattasse di un corpo separato, senza interferenze salvo che nei casi in cui da un intervento nelle sue operazioni siano chiaramente ottenibili dei vantaggi. Persino in tal caso, i costi d'influenza possono creare problemi capaci di far fallire la fusione.

L'acquisizione della Houston Oil and Minerals da parte della Tenneco. Un esempio ben documentato è quello dell'acquisizione della Houston Oil and Minerals, avvenuta nel 1980 da parte della Tenneco, che era allora la più grande conglomerata degli Stati Uniti¹⁷. Il lavoro della Houston era quello di trovare, sviluppare e mettere in produzione i giacimenti di

minerali e di greggio. Prima della sua acquisizione da parte della Tenneco, l'impresa aveva uno stile aggressivo e otteneva un notevole successo: l'intento dichiarato dall'acquirente era quello di gestirla in modo separato, mantenendole la propensione imprenditoriale intraprendente che l'aveva caratterizzata come impresa indipendente. In particolare, la Tenneco progettava di mantenere alla Houston il differente sistema retributivo e di premi che prevedeva dei compensi individuali molto elevati per i professionisti che scoprivano e sviluppavano con successo le riserve di petrolio (numerosi ricercatori della Houston erano diventati ricchi attraverso i bonus ottenuti dall'azienda, e del resto simili compensi erano comuni in quel settore anche in imprese più piccole). Tuttavia la Tenneco incontrò grandi difficoltà nella realizzazione del suo piano, e alla fine vi rinunciò. Entro un anno, più di un terzo dei dirigenti della Houston, un quarto dei suoi ricercatori e quasi un quinto dei suoi addetti alla produzione lasciarono l'impresa per le migliori opportunità offerte altrove: questo ostacolò seriamente le sue operazioni, e alla fine rese impossibile gestire la Houston come un'unità distinta.

Sembra che il costoso fallimento incontrato dalla Tenneco nel tentativo di istituire il sistema di compensazione desiderato sia stato causato dall'attenzione prestata all'equità delle retribuzioni pagate nell'organizzazione. Il "Wall Street Journal" riportò la seguente affermazione del vicepresidente della Tenneco: "Dobbiamo assicurare l'equità interna ed applicare gli stessi standard retributivi a tutti". Soddisfare tale requisito si dimostrò molto costoso, e contribuì all'esodo che seguì l'acquisizione e al suo fallimento finale. Ma il mancato soddisfacimento avrebbe potuto essere anche più costoso: i 100.000 dipendenti della Tenneco, invidiosi degli enormi bonus che sarebbero stati pagati alle poche centinaia di professionisti della Houston, avrebbero potuto sprecare un'enorme quantità del tempo dei loro superiori con le loro lamentele ed i tentativi di ottenere analoghe retribuzioni. Date le dimensioni relative dei due gruppi, il risultante impatto complessivo sulla produttività della Tenneco avrebbe potuto essere disastroso.