

Appunti di Analisi economica del diritto

a.a. 2018 - 2019

LE RAGIONI CHE GIUSTIFICANO L'INTERVENTO DEL DIRITTO I fallimenti del mercato nell'impostazione pigouviana e il teorema di Coase

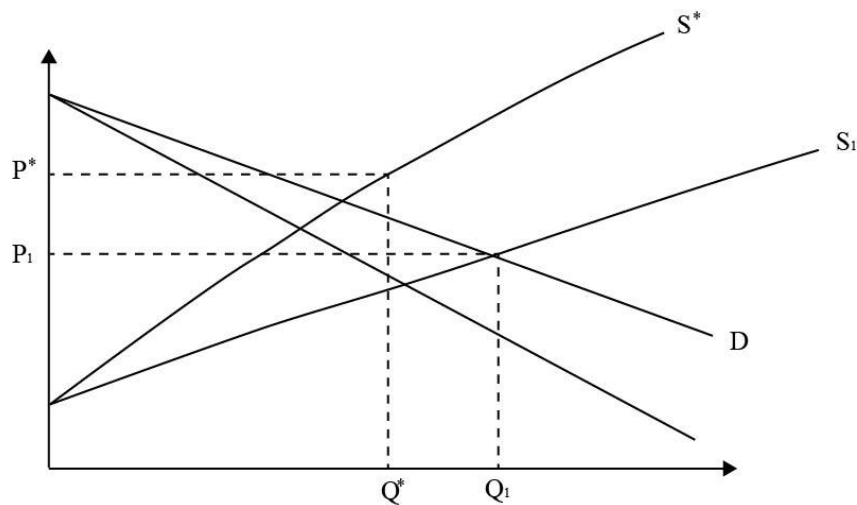
Enrico Rino Restelli

1. Le implicazioni del principio di Pareto

- L'“ottimo paretiano” costituisce una situazione di equilibrio di mercato nella quale non è possibile ricollocare le risorse in modo tale da incrementare il benessere di almeno un soggetto senza diminuire quello di qualcun altro
 - per legittimare dunque il passaggio da una situazione A ad una situazione B, tale criterio richiede il consenso di tutte le parti coinvolte (= unanimità)
 - in altri termini, l'unico strumento giuridico attraverso il quale è possibile riallocare le risorse assegnate a ciascun individuo è il *contratto*
 - emblematico infatti il principio espresso dai due commi dell'art. 1372 c.c.
- All'evidenza, l'ottimo paretiano rappresenta un “precipitato” del tradizionale modello di economia di mercato, dove
 - le parti, in quanto agenti economici razionali, sono gli unici arbitri del loro interesse
 - lo Stato (il diritto) deve astenersi da qualsiasi giudizio in merito a “cosa” massimizzi l'interesse collettivo, limitandosi a piuttosto a garantire che le parti possano di volta in volta negoziare i diritti loro assegnati
 - in coerenza con queste premesse, il codice civile del 1942 dedica ampio spazio alle regole che disciplinano la formazione del contratto [rendendone “difficile” la conclusione (al fine di favorire un'adeguata valutazione) ma “facile” l'accertamento (allo scopo di agevolarne l'*enforcement*)]
 - mentre si disinteressa del contenuto del rapporto, quasi interamente rimesso all'autonomia privata (art. 1322)

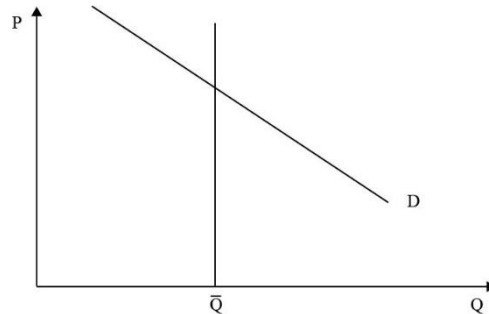
2. Le esternalità negative

- Il menzionato legame tra contratto e ottimo paretiano si basa anzitutto sulla premessa per cui «il contratto non produce effetto rispetto ai terzi» (art. 1372, secondo comma, c.c.)
 - i. se ciò è vero, è sufficiente l'accordo tra le parti per legittimare una differente allocazione delle risorse
 - ii. ci si deve però interrogare sulla validità di tale premessa
- S'immagini dunque un'impresa che, durante il proprio ciclo produttivo, scarichi agenti inquinanti in un fiume
 - i. di regola, il prezzo di mercato riflette tutti i costi necessari per la produzione del bene, assieme ai ricavi che spettano all'imprenditore ($P = CT + R$)
 - ii. nel caso appena analizzato, però, l'imprenditore non sopporta tutti i costi legati alla produzione del bene
 - parte di questi costi infatti (= gli effetti dell'inquinamento) sono sopportati dalla collettività (che perde l'accesso all'acqua pulita)
 - ci sono cioè delle *esternalità negative*, che consentono all'imprenditore di scaricare su soggetti terzi (esternalizzare, appunto) parte dei costi connessi all'esercizio della sua attività
 - iii. il prezzo di mercato, dunque, non riflette più tutti i costi di produzione, attestandosi così su livelli artificialmente bassi ($P < P^*$, dove P^* rappresenta il prezzo ottimale)
 - secondo le normali leggi di mercato, al diminuire del prezzo, cresce la domanda e quindi la quantità prodotta ($Q > Q^*$)
 - in presenza di esternalità negative si assiste dunque a un fenomeno di *overproduction*, per cui si produce una quantità di beni superiore a quella che sarebbe ottimale
 - ...e dunque una quantità di inquinamento superiore a quella desiderabile
- In conclusione, in presenza di esternalità negative, il mercato "fallisce" perché non è in grado di riportare autonomamente la curva di offerta S da S_1 a S^*



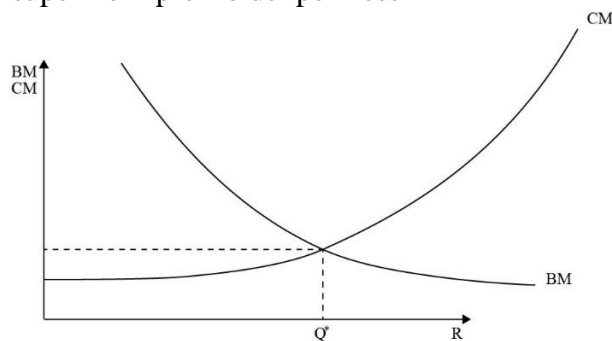
- Secondo le ben note teorie pigouviane (dal nome dell'economista Arthur Pigou) la presenza di un fallimento del mercato lascia ampio spazio per un intervento normativo, diretto a ristabilire le condizioni necessarie per raggiungere un'efficiente allocazione delle risorse
- Più nel dettaglio, con riferimento al caso appena analizzato, diverse possono essere le strategie normative praticabili
 - i. imposizione *ex lege* di adeguate contromisure → per es., si potrebbe imporre alle imprese che esercitano attività inquinanti di installare degli appositi filtri. Tale soluzione
 - introduce un significativo elemento “politico” nella determinazione del livello desiderabile di inquinamento
 - limita la concorrenza tra le imprese, riducendo qualsiasi incentivo a investire nell'attività di ricerca e sviluppo per individuare processi produttivi meno inquinanti
 - ii. introduzione del principio per cui “chi inquina, paga” (cfr. art. 844 c.c.)
 - incentiva le imprese a migliorare la loro tecnologia finché i costi per ridurre i livelli di inquinamento sono pari o superiori ai benefici ottenuti in termini di minori sanzioni irrogate/risarcimenti pagati
 - è una soluzione di puro mercato e il “livello di inquinamento desiderabile” è unicamente determinato dalle dinamiche di domanda e offerta
 - iii. creazione di un mercato dei permessi di inquinare (= l'impresa che intende inquinare deve acquistare su un mercato appositamente creato i relativi permessi)

- la quantità \bar{Q} di permessi (e dunque la curva di offerta S) può essere determinata discrezionalmente dall'autorità amministrativa, in ragione di una scelta

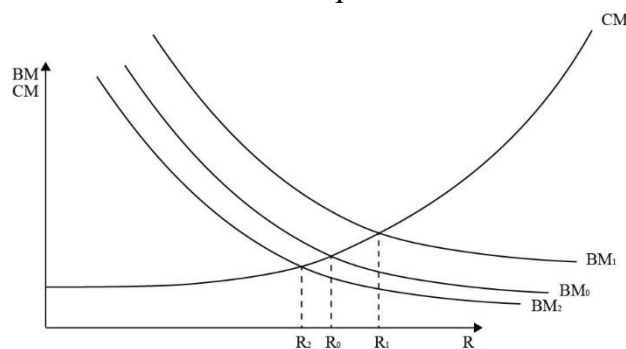


politica sul livello di inquinamento ritenuto desiderabile

- si crea così una curva di domanda D che determina - attraverso il prezzo di tali permessi - il “costo” di inquinare
- ancora una volta, l'imprenditore investirà risorse per ridurre l'inquinamento finché i relativi costi non superino il prezzo dei permessi



- Cosa succede se cambiano le preferenze della collettività in tema di inquinamento?



3. Le esternalità negative e i beni pubblici

- I beni e servizi pubblici si distinguono per essere
 - non rivali nel consumo: è cioè possibile un godimento contestuale da parte di più soggetti
 - non escludibili nel consumo: risulta eccessivamente costoso (se non impossibile) escludere la fruizione di tali beni o servizi da parte di chi non ha pagato il relativo prezzo di acquisto
 - si pensi all'illuminazione delle strade: non è possibile escludere chi "non ha pagato" dal beneficio che l'illuminazione pubblica reca
- In un mercato di beni privati in concorrenza perfetta, è il mercato stesso a produrre una curva di domanda D, data dalla disponibilità dei consumatori ad acquistare il bene a un certo livello di prezzo. Che cosa succede, invece, in presenza di beni pubblici?
 - immaginiamo ora che l'illuminazione delle strade venga privatizzata e che pertanto solo chi ha interesse a godere di tale servizio dovrà pagarne il prezzo (chi vuole le strade illuminate, paga; chi vuole stare al buio, no)
 - la non-rivalità e la non-escludibilità dell'illuminazione stradale, però, causa inevitabilmente un crollo della domanda
 - con la speranza infatti che siano altri a pagare, nessun consumatore sarà disposto a manifestare un interesse di acquisto → *free-riding*
 - la curva di domanda D collassa
- Tale concetto può essere formalizzato facendo ricorso alla teoria dei giochi. Si immagini dunque che, in un paese abitato da due sole persone, il prezzo da pagare per l'illuminazione delle strade sia 100

		B	
		paga	non paga
A	paga	50 50	100 0
	non paga	0 100	0 0

- Nella prospettiva di A
 - se B paga, è ragionevole non pagare (0 invece che 100)
 - se B non paga, è comunque ragionevole non pagare
 - in ogni caso dunque, qualche che sia la scelta di B, l'unica strategia dominante per B è non pagare

- Ovviamente, gli stessi ragionamenti saranno validi per B
 - nessuno dei due soggetti sarà allora disposto a pagare e, pertanto, l'unico equilibrio del gioco è quello che conduce ad avere strade buie (...perché nessuno paga)
- Anche le *esternalità positive* dunque (che nascono dalla presenza di beni pubblici), conducono a un fallimento del mercato e richiedono pertanto l'intervento del diritto

4. I costi transattivi

4.1. I problemi di azione collettiva

- Un'impresa in crisi vuole proporre ai suoi due creditori un accordo che prevede (i) la riduzione *pro quota* del debito e (ii) la dilazione dei termini di pagamento
 - se entrambi i creditori rifiutano l'accordo, l'impresa fallisce, dal momento che non è più in grado di continuare la propria attività e di adempiere regolarmente ai propri obblighi
 - il suo patrimonio - notevolmente inferiore rispetto all'ammontare complessivo delle passività - verrebbe dunque equamente suddiviso tra i due creditori
 - se invece entrambi i creditori accettano l'accordo, l'impresa riacquisita l'economicità perduta e, a scadenza, potrebbe pagare regolarmente i propri debiti (nei nuovi importi concordati)

		B	
		Accetta l'accordo	Rifiuta l'accordo
A	Accetta l'accordo	70 70	
	Rifiuta l'accordo		50 50

- Considerando i *pay-off* riassunti in tabella (che indicano il valore attuale netto del credito di A e B nelle due situazioni ora esaminate), sembrerebbe ragionevole aspettarsi che entrambi i creditori accettino l'offerta
 - una semplice procedura liquidatoria impedirebbe infatti l'adeguata valorizzazione dell'attivo patrimoniale, causando la perdita del c.d. avviamento d'azienda: un'impresa in stato di crisi può comunque avere un valore positivo (ad es.: una clientela fidelizzata, un marchio riconosciuto, un *know-how* specializzato), che andrebbe senz'altro perso se i singoli beni aziendali fossero venduti separatamente tra loro
- Approfittando di questa situazione, A potrebbe però decidere di (i) rifiutare l'accordo e - (ii) beneficiando del ritrovato equilibrio finanziario dell'impresa ottenuto grazie al sacrificio di B - (iii) pretendere il pagamento immediato dell'intero credito

- tale condotta aggraverebbe ancora di più la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa, compromettendo ulteriormente le possibilità per B di ricevere un pagamento adeguato a scadenza
- B, naturalmente, sarebbe incentivato a comportarsi nello stesso modo

		B	
		Accetta l'accordo	Rifiuta l'accordo
A	Accetta l'accordo	70 70	40 90
	Rifiuta l'accordo	90 40	50 50

- A causa della presenza di tali incentivi e della conseguente possibilità di fare *free-riding* (→ la solvibilità di un'impresa - cioè la sua capacità di adempiere regolarmente ai propri obblighi - si comporta come un bene pubblico), l'unica scelta ragionevole per i creditori è quella di rifiutare l'accordo
 - il rifiuto dell'offerta comporta però per la collettività un beneficio inferiore rispetto a quello che discenderebbe dalla accettazione dell'accordo (100 anziché 140)
- Anche in questo caso dunque, lasciato a sé stesso, il mercato "fallisce"
 - la massimizzazione dell'interesse individuale di ciascun creditore non coincide con l'interesse collettivo
- I creditori potrebbero allora decidere di accordarsi tra loro, (i) vincolandosi reciprocamente ad accettare l'offerta dell'imprenditore e (ii) ottenendo così un maggior valore di 20 (= 70 anziché 50)
 - in realtà, (i) il numero spesso molto elevato di creditori coinvolti in tali operazioni di ristrutturazione, (ii) le peculiari caratteristiche dei crediti vantati da ciascun soggetto (per es., chi si aspetta di essere pagato dopo pochi giorni dalla presentazione della proposta sarà molto più incline a rifiutare l'offerta rispetto a chi potrà essere pagato solo dopo qualche anno), (iii) la diversità degli interessi che fanno capo a ciascuno creditore (lavoratori, fornitori, fisco, banche, risparmiatori, etc.), nonché l'eterogeneità delle regole applicabili a ciascun rapporto (ad es. i crediti vantati dai lavoratori sono assistiti *ex lege* da maggiori garanzie rispetto ai crediti bancari), sono tutti fattori che possono rendere

- estremamente complesso (= costoso) per i creditori organizzarsi al fine di raggiungere un accordo con l'impresa
- Tali problemi sono poi aggravati da alcune regole di diritto civile
 - qualunque creditore, accorgendosi che l'impresa debitrice sta affrontando una situazione di crisi, si affretterà ad adire l'autorità giudiziaria e a iniziare un procedimento esecutivo
 - i creditori, infatti, sono pagati (i) per intero e (ii) nell'ordine in cui si presentano, senza che si abbia cura del fatto che ci possano essere altri creditori e che il patrimonio del debitore possa essere insufficiente (= non si applica la c.d. *par condicio creditorum*)
 - l'art. 1186 c.c. dispone poi che ciascuno di essi «può esigere immediatamente [= anche se il termine inizialmente stabilito non è ancora scaduto] la prestazione se il debitore è divenuto insolvente o ha diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva date»
 - Tutto ciò considerato
 - per il creditore aumenta il rischio di credito (= perché aumenta il rischio che qualcun'altro venga pagato al suo posto) e, pertanto, aumentano anche i costi di monitoraggio dello "stato di salute" del debitore (= perché al primo segnale di crisi deve affrettarsi a iniziare un procedimento esecutivo invocando l'art. 1186 c.c.)
 - come conseguenza, anche per l'imprenditore aumenta il costo del credito, dal momento che i terzi "sconteranno" il maggior rischio richiedendo un tasso d'interesse più elevato
 - poiché l'inizio di un procedimento esecutivo costituisce poi un incentivo per gli altri creditori a fare altrettanto, la "corsa ai tribunali" che ne consegue rischia di causare essa stessa la crisi di un imprenditore invece solvibile (= poiché è costretto a pagare immediatamente anche i crediti con scadenze lontane, per i quali non dispone della liquidità necessaria: cc.dd. *self-fulfilling porphhecy*)
 - Ancora una volta, in presenza di un fallimento del mercato e nell'impossibilità delle parti di trovare un accordo, è necessario l'intervento del diritto
 - In questo caso, vi provvede la legge fallimentare e, in particolare, le norme sul concordato preventivo

- l'imprenditore - qualora versi in uno stato di crisi reversibile - può infatti presentare una domanda di concordato preventivo contenente un piano per la ristrutturazione dell'impresa
 - il piano concordatario deve essere sottoposto ai creditori che lo devono approvare a maggioranza: se la maggioranza lo ratifica, esso è vincolante anche per tutti gli altri creditori → si riduce così il problema di eventuali *free-rider*
 - i creditori poi non possono più iniziare o proseguire nessuna azione esecutiva individuale nei confronti del fallito (artt. 51 e 168 l. fall.) e, in caso di successivo fallimento, concorrono con pari diritti tra loro su quanto ricavato dalla liquidazione del patrimonio (artt. 52 e 111 l. fall.)

4.1.1. L'assemblea degli obbligazionisti e l'interpretazione orientata alle conseguenze

- Anziché ricorrere al tradizionale canale bancario, una società potrebbe decidere di finanziarsi attraverso il mercato dei capitali emettendo delle obbligazioni (artt. 2410 ss. c.c.)
 - alla banca si sostituisce così una vasta ed eterogenea platea di investitori, ciascuno con caratteristiche e interessi particolari
 - in tale situazione, i problemi di azione collettiva tra gli obbligazionisti sono destinati ad aumentare considerevolmente e, per la società emittente, diventa estremamente difficile negoziare con loro
- Per risolvere tale situazione, il legislatore ha consentito agli obbligazionisti, riuniti in assemblea, di votare a maggioranza la modifica delle «condizioni di prestito» (art. 2415, n. 2, c.c.)
 - anzitutto, il semplice fatto di riunire tutti i creditori in un unico “luogo” riduce drasticamente i *collective action problem* e gli altri costi transattivi
 - similmente, il principio di maggioranza (in luogo dell'unanimità = art. 1372, co. 1 c.c.) consente di ridurre il rischio di *free-riding*
- Problema: la modifica del *quantum debeatur* rientra tra le «condizioni di prestito» (soggetta quindi alla disciplina ex art. 2415, n. 2, c.c.)?
 - tesi negativa: l'obbligo di restituzione (espressione della natura sinallagmatica che contraddistingue il prestito

obbligazionario = mutuo) rappresenta un elemento a tal punto essenziale e “qualificante” che non può essere modificato a maggioranza, ma deve necessariamente restare soggetto al regime *ex art. 1372, co. 1, c.c.*

- analisi economica del diritto - interpretazione orientata alle conseguenze: la presenza di significativi *collective action problem* suggerisce di interpretare estensivamente l’art. 2415, n. 2, c.c. (nell’ambiguità del suo tenore letterale), fino a farvi ricomprendere anche la parziale modifica dell’obbligo di restituzione, così da favorire la possibilità che - qualora emerga uno stato di crisi - la società possa negoziare una soluzione efficiente con i propri creditori
- Attenzione → l’introduzione del principio maggioritario per la modifica dei termini di pagamento crea spazio per comportamenti opportunistici da parte della società e di altri obbligazionisti in conflitto d’interessi (es. alcuni di questi potrebbero essere anche degli azionisti e, dunque, votare per una riduzione più che proporzionale del valore delle obbligazioni). Diverse possono essere le soluzioni al problema
 - previsione di *quorum* rafforzati per la deliberazione di modifiche particolarmente significative (art. 2415, co. 3, c.c.)
 - sterilizzazione del diritto di voto per le obbligazioni possedute dalla società (art. 2415, co. 4, c.c.)
 - possibilità di impugnare le delibere assunte con il voto determinate di un obbligazionista in conflitto d’interessi (art. 2416 c.c.)

4.2. *Costi transattivi e limiti cognitivi*

- Il “mondo” dei costi transattivi è particolarmente vasto: ogni scambio di utilità economiche comporta infatti un insieme di *costi* necessari alla sua realizzazione. Così, per concludere qualsiasi transazione è spesso indispensabile sostenere
 - *costi di ricerca della controparte*, necessari al fine di identificare l’interlocutore disposto a concludere lo scambio
 - *costi di negoziazione*, richiesti per la definizione tra le parti dei termini dell’operazione
 - *costi di redazione del contratto*, sottesi all’opportunità, specialmente urgente nei rapporti di durata, di fissare il contenuto dell’accordo raggiunto;

- *costi di monitoraggio*, funzionali al controllo sull'esatta esecuzione del contratto
- Qualora poi, successivamente alla conclusione del contratto, sopraggiungano dei problemi nella sua corretta esecuzione (primo fra tutti, l'inadempimento di controparte), sarà altresì necessario sostenere ingenti *costi di enforcement* (ad es.: intraprendere un'azione legale nei confronti della parte inadempiente, etc.)
- Rimane infine da considerare che, secondo le indicazioni della c.d. economia del comportamento (*behavioral economics*), molte delle transazioni portate a termine da soggetti economici sono sistematicamente influenzate da *limiti cognitivi* e comportamentali
 - la presenza di tali limiti cognitivi sconfessa in parte il modello neoclassico tradizionale, il quale presuppone un agente economico razionale, sempre capace di identificare la soluzione idonea a massimizzare il proprio interesse personale e di agire di conseguenza
 - in questa prospettiva, possono allora essere configurate come efficienti anche soluzioni giuridiche di tipo *paternalistico* che "impongono" l'esito desiderato (dal legislatore) andando oltre - e, se del caso, anche contro - la volontà delle parti

5. Il mercato non competitivo - il monopolio

5.1. La formazione di un mercato non competitivo

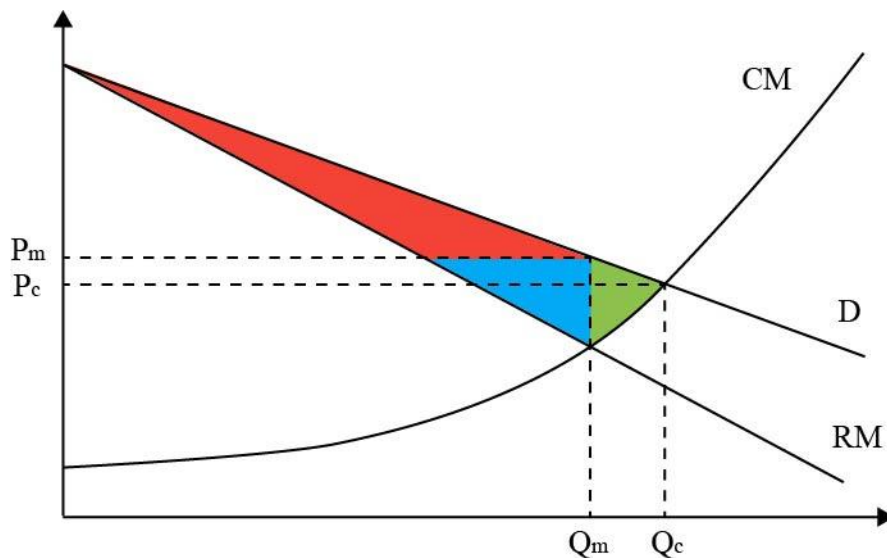
- La formazione di un mercato non competitivo è generalmente dovuta alla presenza di significative *barriere all'ingresso*, le quali possono avere natura
 - *economica* → si pensi a tutti i casi di monopolio naturale, dove l'esigenza di realizzare economie di scala è tale da impedire la stessa formazione di un mercato in concorrenza (es. gestione della rete ferroviaria)
 - o *giuridica* → si pensi all'esercizio dell'attività bancaria (ma lo stesso vale per le professioni forensi, mediche, etc.), la quale richiede una preventiva autorizzazione da parte della Banca centrale e comporta la soggezione a una copiosa regolamentazione speciale
 - tipicamente, tali barriere regolamentari si giustificano in funzione della presenza di forti esternalità negative collegate all'esercizio di quella attività

5.2. Efficienza ed effetti distributivi nel monopolio

- In un mercato in concorrenza perfetta, la quantità (Q_c) e il prezzo (P_c) dei beni è determinato dal libero incontro di domanda e offerta, secondo un equilibrio senz'altro efficiente
- Immaginiamo ora che subentri una situazione di monopolio e che, pertanto, l'unica impresa rimasta sul mercato decida di aumentare i prezzi: $P_c < P_m$
 - coloro che valutano il bene $P \geq P_m$, continueranno ad acquistare tale bene, pur pagandolo un prezzo maggiore
 - per costoro, l'ingresso del monopolista produce meri effetti *redistributivi* → in un mercato in concorrenza perfetta, infatti, sarebbero i consumatori ad appropriarsi della differenza tra P e P_c ; in un monopolio, invece, è l'impresa a ottenere la differenza tra P_m e P_c
 - coloro che valutano il bene $P_c < P < P_m$, rinunceranno invece ad acquistarlo
 - in un monopolio, dunque, la quantità di beni prodotta (Q_m) è inferiore alla quantità ottimale per la collettività

(Q_c), il che genera una “perdita secca” (*underproduction*)

- Il monopolio, pertanto, non produce semplici effetti redistributivi (ai quali l’analisi economica del diritto resta indifferente), ma incide sull’*efficienza* del sistema, sollecitando così l’intervento del diritto



▲ Surplus del consumatore ▲ Rendita del monopolista ▲ Perdita secca

- Più nel dettaglio, in un mercato in concorrenza perfetta, ciascuna impresa non può far altro che vendere quanto prodotto al prezzo di mercato (non può decidere né prezzo né quantità)
 - i ricavi marginali di un’impresa, pertanto, corrispondono al prezzo di mercato
- Nel monopolio, invece, i ricavi marginali sono sempre inferiori al prezzo di mercato per quella quantità: *la curva dei ricavi marginali è infatti inclinata negativamente*
 - ciò è dovuto all’impossibilità per il monopolista di discriminare il prezzo in funzione della disponibilità a pagare di ciascun consumatore
 - se infatti il monopolista aumenta la quantità prodotta, non potendo discriminare il prezzo (= deve offrire il bene a tutti i consumatori allo stesso prezzo), l’aumento dei ricavi marginali sarà sempre inferiore al prezzo unitario praticato per quella quantità

5.3. La legislazione anti-trust e il divieto di abuso di posizione dominante

- La necessità di realizzare adeguate economie di scala (come avviene per il monopolio naturale) e di contenere il rischio di esternalità negative (si pensi all'esercizio dell'attività bancaria) mettono in luce l'inadeguatezza di una scelta legislativa che proibisca *tout court* la formazione di un mercato non concorrenziale
 - in quest'ordine di idee, il legislatore italiano ed europeo ha preferito istituire per le imprese che si trovano in un mercato non concorrenziale un semplice divieto di *abusare* di tale posizione dominante
 - l'analisi economica del diritto consente poi di precisare meglio il contenuto di tale divieto
 - poiché infatti il monopolio costituisce un'ipotesi di fallimento del mercato solo qualora determini una situazione di *underproduction* (gli effetti redistributivi, non devono essere presi in considerazione), un'impresa abusa della propria posizione quando riduce la quantità di beni prodotti da Q_c a Q_m

6. Le asimmetrie informative

6.1. Azzardo morale, agency problem e selezione avversa

- I rapporti tra debitore e creditore sono spesso caratterizzati dalla presenza di *asimmetrie informative*
 - il creditore infatti può fare affidamento sulla buona fede e sulla solvibilità del debitore solo fino a un certo punto: fin dove cioè le informazioni a sua disposizione - per definizione incomplete - gli consentono un'analisi obiettiva e completa
- Tale circostanza può indurre il debitore ad abusare della propria "superiorità informativa" a danno del creditore (c.d. *moral hazard*): per esempio, nascondendo i vizi del bene venduto
 - il problema dell'azzardo morale è poi aggravato dall'eventuale presenza di un rapporto di *agency*, caratterizzato dalla dissociazione tra chi è titolare dell'interesse e il soggetto che dispone dei poteri per la sua realizzazione (= si pensi al mandato, nel quale il mandante affida al mandatario la cura del proprio interesse; oppure al rapporto tra azionisti e amministratori di una società)
 - (i) i possibili *conflitti d'interesse*, (ii) l'ancor più marcata presenza di *asimmetrie informative* e (iii) di *potere* contribuiscono ad accrescere il rischio di comportamenti opportunistici
- Tutto ciò comporta dei significativi costi anche per lo stesso *debitore*
 - costi diretti (c.d. *bonding cost*), dovuti alla necessità di dimostrare al creditore la propria affidabilità (es.: pubblicando un bilancio sociale; concedendo garanzie aggiuntive quali ipoteche, pegni, fideiussioni; nominando un soggetto terzo e indipendente che valuti la propria situazione patrimoniale)
 - costi indiretti → il creditore è indotto a scontare il rischio di *moral hazard* dal prezzo che è disposto a pagare o ricevere (così pagherà 80 un bene che invece vale 100; oppure concederà un mutuo solo a un tasso d'interesse maggiore rispetto a quello giustificato dal reale rischio di credito)
 - determinando un aumento del costo del finanziamento per l'imprenditore e
 - facendo "uscire dal mercato" gli imprenditori più meritevoli, che - a causa di tale meccanismo - non sono più adeguatamente remunerati (c.d. *adverse selection*) dal corrispettivo offerto

6.2. La prestazione dei servizi di investimento

- La prestazione di un servizio di investimento crea inevitabilmente un rapporto di *agency* tra l'intermediario e l'investitore caratterizzato dalla marcata presenza di
 - asimmetrie informative → non solo, infatti, il cliente ha meno informazioni dell'intermediario, ma è addirittura privo delle capacità (es. conoscenze tecniche, limiti cognitivi) e delle risorse (es. tempo) necessarie a ottenere e comprendere tali informazioni
 - asimmetrie di potere contrattuale → gli intermediari sono titolari di un enorme potere, che nasce dalla “fiducia” che normalmente gli investitori ripongono in loro (similmente a come i pazienti si fidano dei medici e i clienti dei loro avvocati)
- La presenza di *agency problem* comporta, anche in questo caso
 - a. il rischio di *comportamenti opportunistici* da parte del consulente (che, per es., potrebbe suggerire un investimento in strumenti finanziari emessi dalla società per cui lavora, agendo così in palese conflitto di interessi) e pertanto
 - un eccessivo aumento dei *costi di monitoraggio* dell'investitore per gestire eventuali abusi
 - nonché problemi di *selezione avversa* (= scontando il rischio di azzardo morale, gli investitori pretenderanno rendimenti più alti e commissioni più basse)
 - b. la formazione di *esternalità negative* → l'inadempimento dell'intermediario infatti (che, per esempio, consiglia un investimento in conflitto d'interessi) non produce “effetti” solo tra le parti, ma si riverbera sulla fiducia nel sistema (c.d. *spill-over*)
- Ancora una volta, il fallimento del mercato suggerisce l'intervento del diritto. Diverse sono, in particolare, le scelte praticabili dal legislatore
 - a. colmare l'asimmetria informativa con la previsione di specifici obblighi informativi a carico del consulente (c.d. *disclosure*). Attenzione però

- a causa della presenza di forti limiti cognitivi, una mera strategia di trasparenza non è in grado di colmare del tutto le asimmetrie informative
 - resta comunque irrisolto (i) il problema delle asimmetrie di potere, nonché (ii) il rischio di *spill-over* e le conseguenti esternalità negative
- b. imporre degli obblighi di correttezza in capo al consulente, il quale non può limitarsi a informare il cliente, ma è chiamato *ex lege* ad agire nell'interesse del cliente [*dalla trasparenza alla fiducia* → dalla vendita (= principio del *caveat emptor*) al mandato (dove il mandatario deve agire nell'interesse del mandante)]
- il cliente si fida del consulente perché quest'ultimo si trova in una posizione di superiorità informativa e di potere
 - e tale affidamento è strenuamente protetto dalla legge, che sanziona il consulente che abusa di tale posizione
- c. in ogni caso, la presenza di limiti cognitivi e di esternalità negative, lascia spazio per un intervento ancora più marcato del regolatore
- così, per esempio, secondo una scelta di tipo *paternalista*, Consob può addirittura vietare che uno strumento finanziario sia venduto da un consulente finanziario (c.d. *product intervention*)

7. Il teorema di Coase

7.1. La critica alle teorie pigouviane e i costi legati all'intervento del diritto

- Secondo il tradizionale insegnamento pigouviano, la presenza di un fallimento del mercato giustifica l'intervento del diritto al fine di ristabilire le condizioni necessarie per raggiungere un'efficiente allocazione delle risorse
 - questa tesi è stata vivacemente criticata per la sua "incompletezza"
 - essa, infatti, ipotizza che l'intervento del diritto avvenga senza costi (c.d. *Nirvana fallacy*)
 - in realtà, qualsiasi tipo di regolamentazione comporta sia costi diretti (es. i costi necessari per installare i filtri richiesti dalle norme anti-inquinamento) che costi indiretti (es. costi-opportunità: i requisiti patrimoniali imposti alle banche impediscono di utilizzare queste risorse per l'erogazione di nuovi crediti)
 - è pertanto indispensabile tenere conto anche di tali ulteriori costi per valutare l'opportunità di un intervento normativo

7.2. Il teorema di Coase

- Si immagini allora una fabbrica che, nell'esercizio della propria attività, scarichi in un fiume delle sostanze inquinanti
 - tale circostanza causa alle 5 famiglie che abitano presso il fiume un danno di 75 ciascuna ($75 * 5 = 375$)
 - l'impresa, dal canto suo, potrebbe risolvere il problema installando un filtro che costa 200
 - attenzione! → l'ipotesi di partenza (= non basta un fallimento del mercato per giustificare l'intervento del diritto) esclude l'esistenza di una regola che *a priori* limiti il "diritto" dell'impresa ad inquinare
 - nel contempo, anche le famiglie possono installare un depuratore dell'acqua presso ciascuna abitazione al costo di 50 ($50 * 5 = 250$)

- Ipotizzando che tutti i soggetti coinvolti siano agenti economici razionali, è facile osservare come la libera contrattazione tra le parti condurrà sempre a un risultato efficiente, indipendentemente dall'allocazione iniziale delle risorse (= indipendentemente cioè dall'esistenza o meno di una norma che disciplini l'esercizio di attività inquinanti)
 - qualora infatti sia assegnato alle famiglie il diritto a godere dell'acqua pulita, l'impresa preferirà senz'altro installare il filtro (costo: 200) piuttosto che risarcire i danni alle famiglie (costo: 375) o comprare loro un depuratore (costo: 250)
 - similmente, qualora sia assegnato all'impresa il diritto di inquinare liberamente l'acqua, le famiglie - piuttosto che subire un danno di 75 o comprare un depuratore al costo di 50 - si accorderanno per far installare a proprie spese filtro ($200/4 = 40$)
- Premessa indispensabile è però che le famiglie possano agevolmente (= senza costi) accordarsi tra loro per acquistare il filtro all'impresa
 - all'evidenza, tale premessa è difficilmente riscontrabile "nel mondo reale"
 - le famiglie, infatti, dovranno fissare una riunione per discutere la faccenda (= rinunciare ad altre attività, prendere un permesso dal lavoro, etc.), dovranno informarsi sulla situazione (qualcuno potrebbe non capire!), dovranno convenire sull'opportunità dell'acquisto (alcune famiglie potrebbero non avere alcun interesse a ridurre l'inquinamento, perché - per es. - non abitano nella zona), dovranno obbligarsi reciprocamente a partecipare all'operazione (attenzione al rischio di *free-riding!*), etc.
 - in altri termini, perché le famiglie si accordino, è necessario che sostengano notevoli *costi transattivi* (ipotizziamo pari a 20 per ciascuna famiglia)
- A questo punto la situazione è destinata a cambiare radicalmente
 - in presenza infatti di un divieto di inquinare (= allocazione iniziale delle risorse in favore delle famiglie), la soluzione sarà - ancora una volta - l'acquisto del filtro da parte dell'impresa
 - in presenza invece di un diritto ad inquinare (= allocazione iniziale delle risorse in favore dell'impresa), le famiglie preferiranno acquistare il depuratore (= 50), anziché far

installare il filtro all'impresa (quest'ultima operazione costerebbe infatti $40 + 20 = 60$)

- Da questo esempio è possibile trarre importanti conclusioni. Più nel dettaglio, secondo il teorema di Coase
 - i. la semplice presenza di un fallimento del mercato non basta a giustificare l'intervento del diritto, poiché - **in assenza di costi transattivi - il mercato** (= la libera negoziazione tra le parti) **è soluzione a sé stesso**
 - la presenza di un fallimento del mercato è allora elemento necessario, ma non sufficiente
 - ii. similmente, in assenza di costi transattivi, **l'allocazione iniziale delle risorse** (= il diritto sull'inquinamento dell'acqua) **non ha alcun effetto sull'efficienza del mercato** (= in ogni caso, infatti, il risultato sarà l'installazione del filtro)
 - vistosi sono invece gli effetti distributivi di tale allocazione iniziale (= il costo del filtro graverà, alternativamente, sull'impresa o sulle famiglie)
 - iii. al contrario, **in presenza di costi transattivi tali da impedire alle parti di negoziare i diritti loro assegnati, l'intervento del diritto è indispensabile**
 - in questa prospettiva, l'intervento del diritto deve allora essere **proporzionale alla "gravità" dei costi transattivi presenti**
 - come realizzare tale proporzionalità? al crescere dei costi transattivi, si potrà fare ricorso, rispettivamente
 - alla c.d. *soft regulation* (= il cui *enforcement* è affidato a semplici sanzioni "reputazionali" e al principio del *comply or explain*. Es.: il codice di autodisciplina delle società quotate)
 - all'uso di norme dispositive (= che forniscono una disciplina di *default*, alla quale le parti potranno derogare liberamente ogni qual volta i costi di negoziazione siano inferiori ai benefici attesi. Es.: la regola sulla prevedibilità del danno risarcibile)
 - all'uso di norme imperative (= le quali possono rappresentare una soluzione adeguata

soprattutto in presenza di limiti cognitivi e asimmetrie di potere. Es.: il recesso del consumatore)

7.3 Allocazione delle risorse, efficienza e aspetti redistributivi

- Come si è detto, in assenza di costi transattivi, l'assegnazione iniziale delle risorse ha effetti esclusivamente redistributivi
 - e, come si è detto, è bene che l'analisi economica del diritto non presti attenzione a tali effetti (= è meglio avere una torta più grande divisa in fette diseguali, che non una torta più piccola tagliata in tante fette uguali)
 - le istanze di giustizia redistributiva, infatti, possono trovare un'adeguata risposta solo nella legislazione fiscale, che ha il compito - tra gli altri - proprio di redistribuire la ricchezza accumulata (= coloro che, divisa la torta, si troveranno ad avere le fette più piccole potranno così essere "compensati")
- Nel contempo però, come è stato osservato G. Calabresi, il legislatore non può esimersi dal prendere una decisione in merito all'allocazione iniziale delle risorse (= nell'esempio appena riportato, in assenza di una regola *ad hoc*, viene implicitamente assegnato all'impresa il diritto ad inquinare). A questo proposito allora
 - salvo che ragioni di efficienza giustifichino una certa allocazione iniziale delle risorse (= come si è visto, è efficiente che sia assegnato alle famiglie un diritto all'acqua pulita)
 - ciò che guiderà il legislatore saranno necessariamente le preferenze della collettività in merito alla distribuzione delle risorse (es. una società particolarmente attenta all'ambiente preferirà assegnare alle famiglie un diritto all'acqua pulita indipendentemente dalla presenza di costi transattivi elevati)
 - questa, all'evidenza, è una scelta puramente "politica"
- In ogni caso - quali che siano i criteri prescelti dal legislatore per allocare risorse e diritti - ogni norma ha importanti effetti distributivi, dei quali è indispensabile tenere conto (= c'è sempre qualcuno che vince e qualcuno che perde)