

Il mercato dei “bidoni”: come la selezione avversa influenza la struttura finanziaria dell’economia*

Roberto Fini**

1. Le asimmetrie informative: selezione avversa e azzardo morale.....	1
Selezione avversa	1
Azzardo morale.....	2
2. Il mercato dei “bidoni” e la struttura finanziaria dell’economia	2
3. Il problema dei “bidoni” nei mercati azionarie e obbligazionari	3
4. Gli strumenti per risolvere i problemi di selezione avversa nei mercati finanziari.....	4
Produzione e vendita di informazioni da parte di soggetti privati	4
Interventi delle autorità pubbliche per aumentare le informazioni disponibili	5

1. Le asimmetrie informative: selezione avversa e azzardo morale

Per comprendere bene il funzionamento della struttura finanziaria di un’economia occorre considerare il ruolo che assume l’informazione nei mercati finanziari. Da questo punto di vista assume particolare importanza il ruolo svolto in tali mercati dalle *asimmetrie informative*: si verifica un’asimmetria informativa quando una delle parti coinvolte in una transazione dispone di informazioni insufficienti riguardo alle caratteristiche dell’altra parte per prendere decisioni corrette.

Le asimmetrie informative possono riguardare qualunque mercato, sia dei beni che delle attività finanziarie, ma in questi ultimi che possono assumere particolare importanza e, con questo, giustificare la necessità di un intervento di parte pubblica. Pensate al caso dei manager di una società: ovviamente essi sanno se si comportano onestamente o meno nella gestione dell’impresa che dirigono; questa informazione, che in molti casi è cruciale per le sorti della società e dunque per decidere il comportamento di azionisti ed investitori, non è a disposizione né degli uni né degli altri.

La presenza di asimmetrie informative conduce ai problemi di *market failure*, ampiamente analizzati dalla letteratura economica. Nei contesti che qui intendiamo esaminare assumono particolare rilevanza la *selezione avversa* (adverse selection) e *azzardo morale* (moral hazard).

Selezione avversa

La selezione avversa è un tipo di asimmetria informativa che precede la stipula di un contratto. Si parla di selezione avversa perché, ad esempio, a richiedere un prestito saranno in genere individui con minore liquidità e quindi, per definizione, caratterizzati da un grado maggiore di rischiosità: in pratica, tra i due potenziali contraenti di un mutuo la parte che ha maggiori probabilità e

* Questo lavoro è stato preparato dall’autore per essere pubblicato sul sito dell’AEEE.

** Cattedra di Macroeconomia, Università di Verona. Presidente AEEE-Italia

convenienza a concludere l'accordo contrattuale è al tempo stesso anche quella che ha maggiori probabilità di essere insolvente.

Poiché la selezione avversa accresce la probabilità che il prestito possa essere erogato a vantaggio di chi presumibilmente sarà insolvente, il potenziale prestatore di fondi potrebbero astenersi dall'accordo contrattuale e di non concedere alcun prestito, anche se sul mercato esistono soggetti onesti e a basso rischio di insolvenza.

Azzardo morale

L'azzardo morale è invece un problema che segue la stipula di un contratto: il creditore corre il rischio che il debitore intraprenda attività che non sono desiderabili perché rendono meno probabile il rimborso e la solvibilità. Per esempio, dopo aver ottenuto un prestito, il debitore potrebbe decidere di correre molti rischi di fronte ad una maggiore prospettiva di guadagno, ma anche di un maggior rischio di insolvenza, perché sa di "giocare" con fondi non suoi.

Tenuto conto che l'azzardo morale riduce la probabilità di rimborso, anche in questo caso i prestatori di fondi potrebbero decidere di astenersi dalla pratica contrattuale e di non concedere alcun prestito.

In questo breve lavoro ci concentreremo sulle asimmetrie informative derivanti da forme di selezione avversa, destinando un successivo lavoro alla trattazione dell'azzardo morale nei mercati finanziari.

2. Il mercato dei "bidoni" e la struttura finanziaria dell'economia

Una descrizione particolare dei problemi collegati alla presenza di effetti di adverse selection e del modo con cui essi interferiscono con il funzionamento efficiente del mercato, è contenuta in un ben noto articolo del premio Nobel G. Akerlof. Nell'articolo si fa riferimento al "mercato di bidoni" nel settore automobilistico; in particolare l'autore descrive la situazione che si viene a creare quando sul mercato delle auto usate coesistono sia auto di buona qualità sia dei "catorci"¹.

I potenziali acquirenti di auto usate spesso non sono in grado di valutare la qualità delle auto in vendita: in termini diversi non sono in grado di valutare se funzionerà bene o se si tratta di un "bidone" che darà loro problemi di continuo. Di conseguenza il prezzo che un acquirente sarà disposto a pagare rifletterà inevitabilmente la qualità media delle automobili presenti sul mercato dell'usato, situandosi in un punto qualsiasi tra il prezzo (basso) di un catorcio e quello (alto) di un'auto di buona qualità.

Al contrario, rispetto al potenziale compratore è probabile che il proprietario dell'auto usata abbia maggiori informazioni riguardo alla sua qualità: se l'auto è un "bidone" il proprietario sarà ben contento di poterla vendere al prezzo medio che il compratore è disposto a pagare perché tale prezzo, per ipotesi, sarà superiore al reale valore dell'auto posta in vendita. Viceversa, se l'auto è in buone condizioni (gioiellino) il proprietario giudicherà che il prezzo che il compratore è disposto a pagare è troppo basso: a questo punto potrebbe decidere di ritirarsi dal mercato e non vendere. Come conseguenza di questa applicazione del modello dell'adverse selection, sul mercato delle auto usate confluiranno solo bidoni, mentre i gioiellini non saranno presenti. È del tutto evidente che il mercato dei bidoni rappresenta un caso di market failure, provocato dalla differente qualità delle informazioni fra domanda ed offerta di auto usate: dal momento che la qualità media di un'auto usata sarà basso e che nessuno desidera acquistare auto scadenti a prezzi troppo alti, si

¹ Cfr. G. Akerlof, Racconti di un Nobel per l'economia, Università Bocconi, 2003. Nel volume si trova la traduzione italiana dell'articolo sul mercato delle auto usate che ha segnato un importante punto di svolta nella trattazione teorica dei market failure. Cfr. anche www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/. Il sito è dedicato ai vincitori del premio Nobel e nelle pagine dedicate a G. Akerlof contiene una discussione completa del problema dei "bidoni"

avranno pochi scambi. Dunque, il mercato delle auto usate funzionerà male o non funzionerà affatto.

3. Il problema dei “bidoni” nei mercati azionarie e obbligazionari

Sui mercati finanziari possono verificarsi fenomeni simili a quanto ipotizzato da Akerlof per il mercato delle auto usate? Osserviamo a tal proposito che il modello del mercato dei bidoni presuppone che fra domanda ed offerta siano presenti delle differenti condizioni di informazioni circa la qualità del bene posto in vendita.

Supponiamo che vogliate valutare l’acquisto di un pacchetto di azioni ordinarie di una società; supponiamo ancora che abbiate due possibilità alternative:

- a. L’acquisto di titoli di una società che presenta profitti attesi elevati ed un rischio ridotto;
- b. L’acquisto di titoli di una società che presenta profitti attesi meno buoni ed un rischio maggiore.

Se foste in grado di valutare perfettamente la qualità dei titoli azionari delle due società non ci sarebbe problema: potreste decidere quale pacchetto azionario comperare sulla base del prezzo del pacchetto stesso e della vostra disponibilità finanziaria. Se, al contrario, vi mancano informazioni attendibili sulla qualità delle due società, allora sarete disposti a pagare un prezzo che riflette la qualità media delle due società, cioè un prezzo che si colloca in qualche punto fra il prezzo della “società gioiellino” e quello della “società bidone”.

D’altra parte, i manager del gioiellino dispongono di maggiori informazioni e quindi valutano che i titoli siano sottovalutati. Al contrario i manager della società di minor qualità saranno ben contenti di vendere il pacchetto ad un prezzo che è superiore al reale valore del titolo. Dunque, sul mercato saranno vendute soltanto le azioni di società scadenti.

Poiché non siete stupidi, valutate che il rischio di avere in portafoglio azioni emesse da società scadenti, preferirete non acquistare alcun titolo. Il mercato dunque si presenterà caratterizzato da pochi scambi: con un risultato simile a quello che si presenta sul mercato delle auto usate, anche sul mercato finanziario si realizzerà un market failure contraddistinto dalla presenza di poche società disposte a finanziarsi attraverso l’emissione di azioni.

La situazione non cambierebbe di molto se valutaste la possibilità di acquistare uno strumento di debito sul mercato obbligazionario. Acquisterete un’obbligazione soltanto se il tasso di interesse del titolo sarà sufficientemente alto e tale da compensare il rischio di insolvenza medio fra le società che emettono titoli di debito; in altri termini, valuterete la convenienza o meno dell’acquisto prendendo in considerazione il rischio medio di insolvenza, cioè quello che deriva dal rischio (basso) di società in buone condizioni, i gioiellini, e quelle in cattive acque, i bidoni.

Come nella situazione descritta da Akerlof, i manager dei gioiellini, non essendo disposti a pagare un tasso di interesse più alto del dovuto, difficilmente sceglieranno di finanziare la loro attività attraverso l’emissione di obbligazioni. Lo faranno soltanto le società “catorci”. Ma poiché non siete disposti a comperare obbligazioni caratterizzate da un alto rischio di insolvenza, in assenza di adeguate informazioni sulla qualità ed il prezzo delle obbligazioni, vi asterrete dall’acquisto: il mercato (obbligazionario) sarà asfittico, e poco dinamico e, in definitiva, non rappresenterà una buona fonte di approvvigionamento per le società.

Questo tipo di analisi spiega perché, ovunque nel mondo, l’emissione di azioni e di obbligazioni non rappresenta la fonte di finanziamento principale delle società: la presenza di asimmetrie informative, con la conseguente possibilità di acquistare dei “bidoni” impedisce ai mercati di titoli negoziabili di essere efficienti.

4. Gli strumenti per risolvere i problemi di selezione avversa nei mercati finanziari

Per definizione, in assenza di asimmetria informative, il problema dei “bidoni” di Akerlof non si presenta: se i compratori avessero tante informazioni sulla qualità delle auto usate quante ne hanno i loro proprietari-venditori, in modo tale da poter dunque distinguere un gioiellino da un bidone, saranno disposti a pagare il prezzo adeguato alla qualità dell’auto; d’altra parte, in una simile situazione i proprietari-venditori potranno vendere la loro auto ad un prezzo adeguato al valore dell’auto. Il mercato sarà dunque efficiente e in grado di allocare le auto in modo tale da rendere possibile che i gioiellini vadano a chi è disposto a pagare un pezzo elevato e i bidoni vadano a chi preferisce pagare di meno.

In modo analogo, se sul mercato finanziario i potenziali acquirenti fossero in grado di distinguere le società sane dai bidoni, saranno disposti a pagare il valore dei titoli emessi, mentre le società saranno disposte a vendere i propri titoli. Il mercato sarà allora efficiente, essendo in grado di allocare i fondi verso le società che hanno le migliori opportunità di investimento e di profitti.

Produzione e vendita di informazioni da parte di soggetti privati

Dunque, il problema dell’adverse selection nei mercati finanziari si risolverebbe se si fosse in grado di fornire ai risparmiatori/investitori informazioni complete circa le società che intendono finanziare la propria attività attraverso l’emissione di titoli. Un modo per risolvere questo problema è costituito dalla possibilità di ricorrere ad imprese private che raccolgono, elaborano e vendono informazioni sulle società che emettono titoli sui mercati finanziari.

Come è intuibile, si tratta di società come Standard and Poor’s, Moody’s e Fitch (le “agenzie di rating”): queste si procurano informazioni sulla solidità delle società, sulle posizioni di bilancio e sugli investimenti programmati e, in base alle informazioni raccolte, stilano dei report che possono servire da guida per i potenziali acquirenti interessati a valutare se acquistare o meno titoli azionari o obbligazionari.

Tuttavia, il sistema privato di raccolta, elaborazione e vendita di informazioni non risolve completamente il problema della selezione avversa nei mercati dei titoli a causa della presenza del problema del free-rider. Si tratta di un comportamento opportunistico che si verifica quando un investitore utilizza informazioni che altri investitori hanno acquisito a pagamento. Questo suggerisce che la vendita di informazioni rappresenta una soluzione soltanto parziale al problema dei “bidoni”. Perché?

Supponiamo che abbiate comperato informazioni grazie alle quali siete in grado di distinguere con ragionevole sicurezza tra una società-gioiellino ed una società-bidone. La scelta di pagare ad un’agenzia di rating o di consulenza finanziaria le informazioni che vi servono, deriva dalla valutazione da parte vostra che potrete più che compensare il costo sostenuto investendo in titoli di buone società i cui titoli sono sottovalutati.

Tuttavia, un investitore che abbia un comportamento da free-rider, vedendovi acquistare determinati titoli replicherà il vostro investimento pur non avendo pagato per ottenere le informazioni rilevanti per la decisione. Se il comportamento free-rider fosse molto diffuso, l’aumento della domanda di titoli di società di buona affidabilità ma con titoli sottovalutati causerà un rapido incremento delle quotazioni, che saliranno fino a riflettere il “vero” valore del titolo. In queste condizioni sarà sempre più difficile acquistare sul mercato titoli ad un prezzo inferiore al loro valore effettivo, vanificando una delle condizioni-base di esistenza del mercato finanziario: in un mercato in cui comportamenti opportunistici da free-rider sono particolarmente diffusi, l’investitore corretto che ha acquisito informazioni attendibili pagandole, non trarrà alcun beneficio da questo comportamento visto che altri possono replicare le sue scelte senza alcun costo.

Se molti investitori giungessero alla stessa conclusione, le società di rating e di consulenza, specializzate nell'acquisizione di informazioni e sulla loro successiva vendita ad investitori finanziari, potrebbero non avere più un mercato sufficientemente ampio da rendere conveniente la loro attività; se così fosse, diminuirebbe il numero e la qualità delle informazioni prodotte e vendute e, di conseguenza, il problema della selezione avversa e dei bidoni tornerebbero ad interferire con il funzionamento efficiente dei mercati finanziari.

Interventi delle autorità pubbliche per aumentare le informazioni disponibili

Il problema del free-riding, dunque, rende difficile che il mercato privato delle informazioni finanziarie possa essere caratterizzato ad un livello di efficienza tale da eliminare l'asimmetria informativa che provoca la selezione avversa. A questo punto occorre chiedersi: i mercati finanziari potrebbero trarre beneficio da un intervento regolatore da parte delle autorità pubbliche? Per esempio, il governo potrebbe procurarsi informazioni per aiutare gli investitori a distinguere fra gioiellini o bidoni finanziari, fornendole gratuitamente al pubblico.

Una soluzione di questo genere implicherebbe la divulgazione da fonte governativa di informazioni negative su alcune società, pratica difficilmente sostenibile sul piano politico e dunque poco praticabile. In alternativa, peraltro adottata in moltissimi Paesi, potrebbe essere quella di regolamentare i mercati finanziari in modo tale da obbligare per legge le società a divulgare informazioni sulla propria situazione economico-finanziaria-patrimoniale.

La soluzione "pubblica" prevede che vi siano enti governativi (p. e. la CONSOB in Italia, la FSA nel Regno Unito, la SEC negli USA) che obbligano le società quotate in borsa a sottoporsi a revisioni contabili indipendenti. Società come KPMG o Price Waterhouse Coopers certificano che i bilanci delle società soggette a revisione siano redatti in armonia con i principi di contabilità standard e che le informazioni che vi sono contenute siano veritieri e corrette.

Si tratta di una soluzione in realtà semi-pubblica perché il controllo è affidato a società di diritto privato, anche se sottoposte a loro volta a certificazione. Il problema è costituito dal fatto che non sempre il sistema funziona: gli scandali di Parmalat in Italia o di WorldCom o di Enron negli USA dimostra che il sistema non sempre funziona.

Il problema dell'asimmetria informativa e la sua conseguenza in termini di selezione avversa serve a spiegare perché i mercati finanziari siano il comparto più strettamente regolato dell'intera economia. I controlli da parte delle autorità pubbliche, anche se non sempre efficaci, hanno la funzione di aumentare quantità e qualità delle informazioni rilevanti per il pubblico e sono dunque necessari. Occorre subito aggiungere che si tratta di misure necessarie ma non sufficienti: funzionano, ma lasciano scoperti alcuni aspetti che in qualche caso provocano problemi di gravissima entità.

Questo perché, in linea di massima, anche se le società hanno l'obbligo di rilasciare informazioni rilevanti come il volume di vendite, attività e profitti, esse dispongono comunque di maggiori informazioni dei potenziali investitori: per conoscere la reale qualità di una società occorrono molte più indicazioni rispetto a quelle contenute nei bilanci, pur se nella maggioranza dei casi veritieri e corretti. Inoltre, le società-bidone, con lo scopo di incrementare il valore dei titoli emessi in modo da renderli più appetibili presso i potenziali investitori, potrebbero essere incentivate a "truccare" i propri conti, alterando in questo modo le informazioni che sono tenute a trasmettere al pubblico e quindi rendendo più complicato per gli investitori distinguere i gioiellini dai catorci.