BERNARDO BORTOLOTTI E DOMENICO SINISCALCO

LE FORME PRIVATE DI REGOLAZIONE

1. Introduzione

La regolamentazione è un'attività pubblica e la sua applicazione un monopolio dello Stato. Una volta individuate le imperfezioni del mercato, appare inevitabile che sia lo Stato a produrre norme per correggere esternalità, fornire beni pubblici, regolare monopoli e colmare asimmetrie informative. Le norme non hanno però la capacità intrinseca di essere esecutive; da ciò segue che lo Stato istituisce gli organi preposti alla loro applicazione.

In talune circostanze si interviene per via legislativa senza tenere conto della possibilità che le forze di mercato sviluppino endogenamente meccanismi di regolazione nè aver pienamente valutato i costi – diretti ed indiretti – che la regolamentazione per via legislativa

spesso impone.

Il confronto fra «fallimento» del mercato e «fallimento» dello Stato è però necessario sia dal lato dell'opportunità di un intervento legislativo alla luce delle possibili risposte di mercato che dal lato dell'efficacia dell'applicazione pubblica della normativa. (Stiglitz [1989]). Obiettivo del presente lavoro è quindi studiare, in primo luogo, il potere deterrente delle forze di mercato, soprattutto nei confronti di quei comportamenti opportunistici che spesso inducono alla tutela legislativa del contraente debole; in secondo luogo, le complementarietà esistenti fra intervento legislativo tradizionale e autoregolazione spontanea.

La prima direzione di ricerca parte da un risultato ormai consolidato della teoria economica: se i contraenti non sono perfettamente informati sulle caratteristiche dell'oggetto dello scambio, il mercato non garantisce allocazioni efficienti. La presenza di asimmetrie informative genera quindi conseguenze negative sugli agenti, che possono avere incentivi a risolverle autonomamente con soluzioni di natura contrattuale. L'indubbio vantaggio di questa forma di ordinamento rispetto alla regolamentazione pubblica consiste nella flessibilità e soprattutto nella intrinseca idoneità ad essere esecutiva.

La seconda direzione parte invece dall'osservazione che spesso l'intervento legislativo intende regolare quelle attività economiche che possono generare effetti negativi sulla collettività. Non bisogna però escludere che, sotto alcune condizioni, gli agenti sappiano superare efficacemente i problemi delle esternalità negative attraverso meccanismi di regolazione spontanea. Qualora risultino efficaci, tali norme di coordinamento possono essere adottate da altri agenti che si trovano in situazioni simili fornendo uno stimolo ad un intervento legislativo non imposto dall'alto, ma che cristallizzi in una norma una forma di regolazione già sperimentata. In questo senso, si recepiscono gli usi e consuetudini come fonte del diritto, con maggiori possibilità che questi vengano rispettati in quanto già condivisi da una collettività. Di qui la complementarietà fra regolazione pubblica e autoregolazione privata.

Prima di affrontare questi temi, è utile però esaminare alcune fonti di fallimento dello Stato che rite-

niamo importanti ai fini della nostra analisi.

La sezione 2 del saggio è quindi dedicata all'applicazione della regolamentazione della qualità del prodotto, sviluppando un confronto con la regolamentazione delle imprese di pubblica utilità per dimostrare come stringenti vincoli di bilancio e problemi di incentivi possono renderla spesso inefficace e talvolta controproducente. Queste considerazioni pongono in una prospettiva critica l'approccio tradizionale basato sulla tutela amministrativa o giudiziale degli interessi delle parti.

Le sezioni 3, 4, 5 affrontano quindi secondo la teo-

ria degli incentivi il tema centrale del saggio: le «forme private di regolazione», definite come ordinamenti privati – su base contrattualistica e non – che emergono spontaneamente e non per effetto di norme imperative per affrontare le inefficienze derivanti dalle asimmetrie informative e dalle esternalità.

La sezione 3 si pone in netta antitesi all'impostazione tradizionale analizzando le tipologie di contratti che vengono stipulati quando non è possibile fare ricorso ad un'autorità esterna che possa renderli esecutivi. In queste eventualità, l'impostazione tradizionale prevede una paralisi degli scambi. In realtà, la teoria economica dimostra e l'evidenza empirica conferma che le parti riescono a coordinarsi per attivare le transazioni economiche e cogliere i benefici dell'economia di scambio anche in assenza di alcun supporto istituzionale.

Nella sezione 4 si abbandona la prospettiva solo contrattuale per analizzare contesti in cui i soggetti economici – tipicamente imprese – tentano di superare le conseguenze delle asimmetrie informative investendo nell'attività di trasmissione strategica di informazione, anche in assenza di una regolamentazione pubblica. L'analisi fornisce una spiegazione del tatto che vengano emesse garanzie all'acquisto di beni durevoli e che sempre più spesso le imprese ricorrano agli intermediari specializzati nella certificazione della qualità del pro-

dotto e del processo produttivo.

La sezione 5 è dedicata all'autoregolazione. Il carattere distintivo dell'autoregolazione è la sua sostituibilità o complementarietà con la regolamentazione pubblica. Il caso forse più emblematico è l'autoregolazione in campo ambientale, in cui un'impresa decide di internalizzare l'esternalità sulla base di impulsi tecnologici o economici. Non è comunque da trascurare l'autoregolazione nei mercati finanziari che, aumentando la trasparenza nelle transazioni, aiuta a contenere il rischio sistemico insito nel mercati. E evidente che queste forme di autoregolazione fungono anche da canale

informativo, ed in quanto tali, generano segnali con meccanismi assimilabili a quelle attività di trasmissione strategica dell'informazione discusse in precedenza.

La sezione 6 propone alcune considerazioni con-

clusive.

2. Alcuni problemi della regolamentazione tradizionale

Prima di affrontare le forme private di regolazione, è necessario capire perchè la regolamentazione pubblica può risultare inefficace. In particolare, valuteremo le difficoltà dell'impostazione tradizionale in contesti pervasi da asimmetrie informative, sviluppando un confronto fra la regolamentazione delle imprese di pubblica utilità e regolamentazione della qualità nel senso più lato. La qualità non viene infatti circoscritta alle caratteristiche intrinseche del prodotto in relazione alle preferenze di chi ne usufruisce, ma anche della collettività. Questa generalizzazione consente quindi di comprendere nella regolamentazione della qualità anche quella volta al contenimento delle esternalità negative. A questo titolo, rientrano nella regolamentazione della qualità la legislazione ambientale, la disciplina dei mercati finanziari, dei servizi professionali, ecc.

Come osservano Ford e Kay [1996], la regolamentazione pubblica della qualità affronta maggiori problemi informativi rispetto alla regolamentazione delle imprese di pubblica utilità. Innanzitutto, la seconda si rivolge ad un numero contenuto di imprese, con la conseguenza che le limitate risorse pubbliche destinate alla sua applicazione possono essere concentrate per individuare le effettive strutture di costo. La maggiore facilità d'accesso all'informazione rilevante consente all'agenzia o authority un'azione più incisiva in termini di impatto sulla struttura dell'industria, grazie anche all'interscambio più frequente fra imprese regolate e

regolatori che consente un'adeguamento flessibile che

può attuarsi su basi quasi cooperative.

La regolamentazione della qualità in contesti di asimmetria informativa ha spesso un'applicazione generale ad un settore composto da una moltitudine di operatori oppure riguarda trasversalmente l'universo produttivo, come nel caso della disciplina ambientale. In questo ambito, la regolamentazione tende a riguardare più spesso il processo produttivo attraverso il controllo dei fattori e le modalità con cui i beni e servizi vengono resi disponibili. Inoltre, nel tentativo di prevenire la possibile negligenza degli operatori, vengono spesso imposte regole di condotta o standard di riferimento.

Entrambi gli aspetti – l'estensione dell'ambito di applicazione e l'enfasi sul processo piuttosto che sugli effetti economici - sono responsabili della scarsa influenza della regolamentazione della qualità. Infatti, il primo aspetto rende improbabile un'azione di deterrenza efficace (a meno di non introdurre le sanzioni amministrative elevate o regimi di responsabilità molto restrittivi); il secondo non tiene conto che il controllo sul processo produttivo rappresenta una condizione necessaria ma non sufficiente per un'elevata qualità del prodotto, soprattutto quando sono trascurabili le probabilità di un monitoraggio ex post. Infatti, anche se gli operatori presentano i requisiti necessari per lo svolgimento di un'attività «rischiosa», nulla toglie che possano indulgere in comportamenti opportunistici a scapito delle controparte e della collettività una volta che sono stati abilitati.

Il rischio di «fallimento» dello Stato sembra inoltre più pronunciato nel caso della regolamentazione della qualità sotto un altro importante aspetto che riguarda la possibilità di cattura dell'apparato legislativo da

parte di gruppi di pressione. (Stigler [1971]).

L'individuazione di una fonte di fallimento del meccanismo di mercato nella presenza di un contraente debole (tipicamente il consumatore) incapace di valutare appieno la qualità del bene domandato è stata spesso la base per un intervento di regolamentazione attraverso restrizioni dell'offerta del mercato. Se

l'obiettivo di un incremento della qualità del servizio è del tutto condivisibile, risulta poco convincente che in quella direzione vengano attuati proprio quegli interventi che sono i preferiti dal gruppo di pressione interessato. Con l'alibi della tutela del pubblico interesse, alcuni gruppi di pressione possono riuscire ad imporre al legislatore la propria agenda, riuscendo talvolta (si pensi alle professioni protette) a ritagliarsi un ruolo anche nell'applicazione della regolamentazione. Circolarmente ecco che il fallimento del mercato si trasforma in fallimento dello Stato, senza che la regolamentazione sia riuscita a generare benefici tangibili per la collettività, anzi spesso imponendo costi aggiuntivi in quanto fonte di ulteriori distorsioni (Bortolotti e Fiorentini [1997]).

Oltre ai problemi informativi ed ai rischi di cattura, la regolamentazione tradizionale dell'attività economica incontra ostacoli nella fase di esecuzione. Ovviamente essa condivide con le altre norme (penali, civili) le difficoltà di applicazione in un contesto in cui l'amministrazione della giustizia è lenta ed inefficiente; in aggiunta, però, è utile richiamare altre questioni di bilancio e incentivi che la rendono ancor più problema-

tica.

Primo, le agenzie di regolamentazione hanno disposizione risorse limitate. Come ben documentato da Garvie [1994], queste risorse debbono essere allocate nell'attività di monitoraggio e di azione amministrativa, con le conseguenti spese legali che l'apertura di un contenzioso e la possibilità di ricorsi inevitabilmente comportano. È evidente che la via giudiziale può rivelarsi rischiosa in quanto influenzata dal supporto dell'esecutivo (che può venire a mancare, qualora non vi sia coincidenza di interessi fra governo e autorità indipendenti) ma anche dalla sensibilità dell'opinione pubblica nei confronti del caso portato in giudizio.

Secondo, in molti casi la violazione della regolamentazione è difficile da individuare, oppure genera conseguenze negative su una collettività di agenti che deve superare il problema dell'opportunismo all'interno del gruppo (free-riding) per attivarsi nella segnalazione alle autorità competenti. La mancanza di una «vittima» ben identificabile che subisce i danni derivanti dall'attività irregolare dell'impresa e che abbia incentivi sufficienti ad agire per un risarcimento del danno rende più difficile il monitoraggio e meno incisiva l'attività sanzionatoria. Questa circostanza è tipica della legislazione ambientale e, in parte, antitrust¹.

Terzo, in contesti di informazione incompleta, l'efficacia della tutela giudiziale viene notevolmente compromessa qualora vengano chiamati a esprimersi, per dirimere il contenzioso, soggetti appartenenti alle categorie interessate, in qualità di periti o esperti. In queste circostanze, è concreto il rischio di comportamenti collusivi che incidono sulla probabilità di una risoluzione

trasparente della controversia.

Gli aspetti evidenziati pongono dunque in una prospettiva critica la capacità della regolamentazione tradizionale di risolvere i fallimenti del mercato e stimolano all'analisi dei meccanismi privati di regolazione,

oggetto delle prossime sezioni.

3. Verso una teoria degli ordinamenti privati

Nel tentativo di approfondire il tema delle possibili risposte di mercato al problema dell'inadempimento contrattuale, l'attenzione degli economisti si è spesso

¹ Sia negli Stati Uniti che in Gran Bretagna, le professioni legali si stanno specializzando nelle cosiddette *class actions*, o azioni di categoria, offrendo un patrocinio legale per una moltitudine di attori che accettano un eventuale risarcimento pro quota; offrendo tali servizi, il professionista legale risolve un problema di azione collettiva dal momento che individualmente non sussistono gli incentivi ad adire le vie legali contro una grande impresa o una lobby ben organizzata. Può dunque esservi spazio per un'applicazione privata della legge che tuteli il contraente debole in modo più efficace della regolamentazione tradizionale (Becker e Stigler [1974]; Landes e Posner [1975]).

focalizzata sulla funzione della reputazione e del marchio come meccanismi efficaci per il controllo di potenziali comportamenti opportunistici. Affinché possano attivarsi, debbono essere soddisfatte due condizioni: primo, le caratteristiche del bene oggetto della transazione debbono essere in qualche modo osservabili a seguito dell'esperienza di consumo; secondo, lo scambio deve potersi ripetere nel tempo, cosicché il contraente possa esercitare l'opzione *exit*, interrompendo gli scambi e punendo così la parte inadempiente (Milgrom e Roberts [1982]; Shapiro [1983]).

Su queste ipotesi, Klein e Leffler [1981] dimostrano che, anche in contesti in cui lo Stato o una parte terza non è in grado di garantire l'esecuzione del contratto, il valore delle transazioni ripetute riesce a motivare i contraenti ad onorare le proprie promesse, fornendo una garanzia di qualità che minimizza i costi di

transazione.

Supponiamo che i consumatori possano comunicare fra loro e rendendo nota a tutti la qualità del prodotto qualora risulti inferiore alle aspettative. Affinché le imprese siano incentivate a produrre alta qualità, è sufficiente che fissino il prezzo di vendita per il bene di alta qualità ad un livello tale da generare un flusso continuo di rendite aggiuntive che si perderebbe se decidessero di ingannare i consumatori. In questa eventualità infatti i consumatori punirebbero l'impresa costringendola ad uscire dal mercato, dal momento che l'informazione sul comportamento opportunistico circolerebbe liberamente; tutti i consumatori potrebbero quindi organizzare un'azione di punizione congiunta, boicottando l'impresa opportunista. Naturalmente, questo meccanismo di mercato risulta efficace se il valore scontato della rendita – e quindi il premio – è superiore al guadagno potenziale della deviazione occasionale.

Esistono naturalmente alcune circostanze in cui questa condizione non è verificata. Alcuni episodi di frode finanziaria italiana ed internazionale sembrano

dimostrare che a volte i guadagni dal comportamento opportunistico sono tali da rendere inefficace la sanzione del mercato. In realtà, gli effetti del meccanismo sopradescritto sul lato dell'offerta necessitano di un'analisi più approfondita che consente di chiarire in quali circostanze i consumatori possono davvero con-

tare sull'azione disciplinare del mercato.

Si è prima dimostrato che l'onestà ha un prezzo: il premio che alcune imprese si guadagnano accumulando nel tempo una reputazione di affidabilità. È noto però che la presenza di extra-profitti non è compatibile però con una configurazione industriale di concorrenza perfetta; infatti la presenza del premio genera incentivi all'entrata nella «nicchia» di alta qualità, con la conseguenza che la quantità prodotta in corrispondenza del prezzo che garantisce l'adempimento contrattuale risulta superiore alla quantità domandata. Essendo il prezzo l'unico canale di comunicazione fra imprese e consumatori riguardo alla effettiva qualità del prodotto, il prezzo relativo del bene di alta qualità non può ridursi: la concorrenza che può annullare le rendite deve quindi avvenire su dimensioni non di prezzo.

Secondo il modello, la concorrenza si realizza attraverso investimenti in beni-capitale altamente specifici all'impresa il cui valore capitalizzato uguaglia il flusso di rendite. La specificità è cruciale perché caratterizza la non recuperabilità dell'investimento. Ad esempio, un'impresa può decidere di realizzare un'insegna molto costosa oppure adottare una tecnologia non riconvertibile in altre attività produttive. Questi investimenti sostengono la fedeltà di marca, in quanto fuori dal mercato hanno scarso valore. Infatti, se l'impresa è costretta ad uscire dal mercato punita dalla propria clientela, subisce perdite notevoli, in quanto gli investimenti fatti si deprezzano istantaneamente. La non recuperabilità dell'investimento ha dunque un valore strategico, «legando le mani» dell'impresa e costringendola a produrre alta qualità. Se il mercato è concorrenziale, verranno attuati gli investimenti che hanno più valore

nel sostenere la fedeltà di marca, con una conseguente riduzione dei margini di profitto e degli incentivi ad entrare nell'industria.

Le imprese, nella scelta delle strategie di investimento, devono dunque tener conto dell'utilità per i consumatori dell'investimento specifico e del valore dello stesso in eventuali produzioni alternative, nell'eventualità che i consumatori decidano di punire l'impresa a seguito di una performance inferiore alle aspettative. In questo senso, le spese che si sostengono svolgono una funzione assimilabile a quella di una garanzia reale che l'impresa è costretta a cedere a seguito di un deterioramento della qualità del prodotto.

Il meccanismo sopra descritto si basa sull'ipotesi che i consumatori conoscano le strutture di costo delle imprese e il grado di non recuperabilità dell'investimento. In realtà, i consumatori dispongono di informazioni molto limitate sulle imprese al momento dell'acquisto, con la conseguenza che un prezzo di vendita elevato può infatti essere interpretato come un segnale di produzione inefficiente, piuttosto che di elevata qualità del prodotto. E stato però precedentemente dimostrato che la stessa esistenza di un premio alla qualità rende possibile l'investimento in quei beni capitale necessari per sostenere la fedeltà di marca. L'informazione sull'entità di quel premio risulta quindi utile al consumatore in quanto da essa può dedurre l'affidabilità dell'impresa. In contesti di incertezza sulle tecnologie produttive effettivamente utilizzate, è quindi ottimale intraprendere cospicui investimenti in attività pubblicitarie o di sponsorizzazione non perché risultino di utilità diretta per il consumatore, ma in quanto forniscono un canale informativo. Un battage pubblicitario insistente - in quanto estremamente dispendioso - segnala infatti la presenza di un premio in termini di sovrapprezzo; quel premio genera il capitale reputazionale dell'impresa che viene probabilmente perso se l'impresa decide di ingannare i consumatori. Le

imprese che investono più massicciamente in qualità sono quindi quelle che garantiscono un'elevata qualità

del prodotto.

L'analisi di Klein e Leffler è quindi importante per cogliere la portata dei meccanismi regolazione e disciplina del mercato. Quando l'informazione è limitata, il che rappresenta piuttosto la regola che l'eccezione, è necessario che le imprese attivino canali di trasmissione di informazione credibile a garanzia della qualità del prodotto. Altrimenti, è probabile che prevalgano comportamenti opportunistici che possono anche portare

alla paralisi degli scambi.

L'idea che i contraenti, in molte circostanze, siano in grado di risolvere in modo efficace problemi di opportunismo contrattuale è stata sviluppata ulteriormente da Williamson [1983], che esamina l'emergere di contratti intrinsicamente esecutivi (self-enforcing) in un contesto in cui non vi è incertezza sulla qualità del prodotto finale, bensì sulla domanda di un bene intermedio o di una materia prima. Si pensi ad esempio ad una grande impresa che deve acquistare una materia prima da un fornitore. La quantità domandata dall'impresa sarà influenzata da fattori aleatori che determinano la domanda del prodotto finale (prezzi dei sostituti, elementi stagionali, ecc.).

Il problema che i contraenti debbono risolvere in questo caso riguarda la sottoscrizione di un contratto efficiente, che consenta cioè al produttore di optare per la tecnologia che è specifica (e quindi più efficiente in termini di costi) per quella particolare transazione minimizzando il rischio di opportunismo postcontrattuale. Quest'ultimo si concretizza nella possibilità che il potenziale acquirente della materia prima o del bene intermedio decida, sulla base di una realizzazione sfavorevole della domanda, di cancellare l'ordine, addossando al produttore l'onere di un investimento in una tecnologia non riutilizzabile in altre relazioni contrattuali. La soluzione indicata da Williamson a questa tipologia di opportunismo è l'inserimento di clausole che prevedano l'apposizione di «ostaggi»: il produttore si impegna ad attuare l'investimento specifico e l'acquirente a perdere l'ostaggio nell'eventualità che l'ordine venga cancellato. Questo contratto minimizza i costi di transazione in quanto non fa affidamento sulla tutela giudiziale degli interessi delle parti ed evita l'integrazione verticale, pur mantenendone i benefici in termini di adozione di tecnologie specifiche alla transazione e quindi più efficienti. Liberando la controparte dai rischi di annullamento dell'ordine, l'acquirente riesce così ad ottenere condizioni di pagamento più favorevoli.

La presenza di ostaggi per rendere esecutivo un contratto può apparire, in prima approssimazione, come un esercizio arbitrario di potere nei confronti di un contraente debole. A ben vedere, l'apposizione di ostaggi genera un'allocazione Pareto efficiente, essendo nel mutuo interesse delle parti riuscire a stipulare un contratto che minimizzi i rischi di opportunismo. Non a caso quindi contratti di questo tipo sono frequenti nelle forniture di materie prime la cui distribuzione comporta investimenti specifici in costose infrastrutture di trasporti. In particolare, la clausola Take-or-Pay – che obbliga l'acquirente al pagamento di una certa quantità di materia prima indipendentemente dal suo effettivo utilizzo - consente la minimizzazione di costi di transazione in contesti in cui non ci si può fidare dell'affidabilità della controparte.

4. Trasmissione strategica dell'informazione

Si è già anticipato, studiando il contributo di Klein e Leffler, che il problema della trasmissione strategica dell'informazione privata è di cruciale importanza in qualunque mercato in cui la qualità del prodotto o le caratteristiche del processo produttivo non siano completamente osservabili a seguito dell'esperienza di consumo.

Se la qualità è verificabile, abbiamo visto che l'impresa riesce a «comunicare» con il mercato ed a consolidare, nel breve o medio periodo, la propria reputazione. Se invece la qualità del bene non è verificabile dai consumatori, il meccanismo reputazionale non si attiva dal momento che i consumatori non riescono a distinguere prodotti di alta e bassa qualità. In queste circostanze, per tutti i beni verrà richiesto lo stesso prezzo, indipendentemente dalla effettiva qualità. Tale prezzo è inferiore al valore dei prodotti migliori, che non verranno quindi scambiati. A causa dell'incertezza sulla qualità del prodotto, i prodotti peggiori «scacciano» dal mercato i prodotti migliori. E questo il cosiddetto lemon problem studiato da Akerlof [1970] nel mercato delle auto usate.

Come rispondono le forze di mercato a questa tipologia di inefficienze? Solitamente, anche in contesti pervasi da asimmetrie informative non si osserva la paralisi dell'economia di scambio, bensì un'intensa attività di trasmissione di informazione attraverso meccanismi di diversa natura, quali le garanzie o la certificazione.

Grossman [1981] nota che sebbene sia talvolta la qualità di un prodotto o di un servizi non sia perfettamente verificabile, alcune caratteristiche importanti correlate alla qualità risultano evidenti, quali ad esempio la frequenza di guasti per certi beni durevoli, il riemergere della malattia o la soccombenza in causa nelle professioni mediche o legali. Spesso sono proprio queste le caratteristiche di maggiore interesse per il consumatore; proponendo una copertura assicurativa sotto torma di una garanzia più o meno estesa a seconda della qualità del prodotto, il produttore instaura un canale di comunicazione che consente di riattivare lo scambio. L'autore studia il caso estremo di acquisti non ripetuti di prodotti nuovi - e quindi non ancora sperimentati - venduti da imprese che detengono potere di mercato; in questo contesto, se il consumatore è avverso al rischio ed ha aspettative razionali, a fronte di una garanzia di copertura solo parziale desumerà che il

produttore sta cercando di comunicare informazioni non veritiere sulla qualità del prodotto e deciderà di non acquistarlo. Di conseguenza, il produttore ha incentivo ad offrire un'assicurazione completa dai rischi e quindi una trasmissione completa di informazioni sulle caratteristiche del prodotto rilevanti per il consumatore.

Anche quando sono presenti profonde asimmetrie informative, le imprese sono indotte a proporre contratti che riescano in qualche modo a colmarle. Non è dunque nell'interesse delle imprese trattenere l'informazione privata sulla qualità del prodotto. Se la trasmissione di informazione non comporta costi, non si giustifica quindi un intervento pubblico che la renda obbligatoria. Al contrario, se si considera che spesso la disciplina sull'informazione è molto generale, le imprese hanno incentivo a trasmettere informazioni in eccesso rispetto a quelle funzionali alla comunicazione della qualità del prodotto poiché, qualora accada un evento imprevisto, il consumatore non possa adire con successo le vie legali per mancata comunicazione di un elemento che può poi essere dichiarato rilevante in sede giudiziale. In alcuni casi, il consumatore può trovarsi costretto ad elaborare un'enorme quantità di informazioni, incontrando evidenti difficoltà nella fase di estrazione del segnale di qualità dal «rumore». La possibilità di eccesso di informazione va dunque considerata nella valutazione dei costi e dei benefici indotti dalla regolamentazione sulla qualità. Nel caso in cui la comunicazione sia costosa per le imprese ed emergano conseguenze negative per la collettività dal comportamento opportunistico delle imprese, la soluzione di mercato alle asimmetrie informative che abbiamo proposto in questa sezione può rivelarsi inefficace. Si giustifica quindi la disciplina sull'impatto ambientale o sulla trasparenza dei mercati finanziari purché non imponga costi eccessivi rispetto alle reali carenze informative dei mercati e conceda un spazio di autonomia affinchè le imprese possano competere nella trasmissione dell'informazione che è davvero utile agli operatori ed ai mercati.

Non sempre le garanzie forniscono quindi una soluzione ottimale a problema della trasmissione della qualità del prodotto. Non si può infatti escludere la possibilità che i consumatori agiscano in modo opportunistico, cercando di influenzare le probabilità degli eventi che danno diritto al risarcimento, a parità di qualità del prodotto. Ad esempio, il prodotto può risultare difettoso a causa di un utilizzo improprio; il paziente può ricadere nella malattia se non si è curato seguendo scrupolosamente la terapia suggerita; infine, il patrocinio legale può rivelarsi inefficace se l'assistito non fornisce alcuni elementi probatori noti alla controparte. In queste circostanze, il produttore decide razionalmente di fornire garanzie parziali, con un evidente riduzione della capacità di veicolazione dell'informazione sulla qualità.

In contesti dove il fallimento del mercato ha origine dall'impossibilità di attivare il meccanismo reputazionale e dal rischio di comportamento opportunistico da parte dei consumatori, esiste comunque un'altra forma di regolazione di mercato che può in parte correggere le inefficienze derivanti dalle asimmetrie informative: il ricorso volontario al mercato della certifica-

zione.

Che la certificazione volontaria non sia una speculazione teorica ma stia affermandosi prepotentemente nelle economie sviluppate è testimoniato dai fatti. Anche se non è obbligatorio per legge, un numero crescente di imprese produce dettagliati rapporti ambientali e sembra interessato a fregiarsi dei marchi Iso, Emas, Ecolabel, ecc. di emanazione comunitaria. Lo stimolo a forme di regolazione di mercato proviene sia dalla Ue che punta ad omologare gli standard di valutazione della qualità fra i paesi membri, ma soprattutto da categorie di soggetti (investitori, associazioni di consumatori e ambientaliste) che hanno interesse al vaglio da parte di un intermediario specializzato delle comunicazioni delle imprese (Borghini et al. [1997]). Una forma indiretta di certificazione è quella poi fornita Better Business Bureaus (Bbs) statunitensi. I Bbs sono organizzazioni non profit private che si finanziano attraverso le quote di iscrizione di chi aderisce al codici emanati dal Bureau di settore. Quando si vuole instaurare una relazione commerciale con un'azienda o semplicemente acquistare un prodotto, il Bureau può comunicare tutte le informazioni disponibili (compreso i casi di inadempimento contrattuale che eventualmente sono stati segnalati). Il fatto di non comparire nell'elenco degli iscritti al Bureau diventa inevitabil-

mente un segnale di bassa qualità².

Gli intermediari di certificazione possono essere distinti a seconda che essa rappresenti l'unico ramo di attività oppure sia secondaria rispetto ad un'attività principale (Choi [1996]). Nel primo caso si fa riferimento ad esempio alle agenzie di rating come Standard e Poor's e Moody's o alle società di revisione dei bilanci; nel secondo caso, un'impresa indirettamente certifica la qualità di un bene intermedio se è disposta a distribuirlo; l'istituto finanziario che sottoscrive un'Opv segnala la qualità della società offerente, così come un dettagliante i cui prodotti rispondono ad un certo standard segnala quindi la qualità delle marche che espone (Chemmanur e Fulghieri [1994]).

La certificazione ha una particolare ragione d'essere nei mercati dei beni fiduciari o *credence goods*, le cui caratteristiche qualitative non sono assolutamente osservabili anche a seguito dell'esperienza di consumo (Derbi e Karni [1973]; Emons [1996]). È evidente che in queste circostanze i rischi di frode sono così percepibili da rendere difficilmente praticabile una soluzione di mercato completamente decentrata. Date le caratte-

² Negli Stati Uniti, è ormai prassi comune chiamare i Bbs per acquisti di scarsa entità; oltre a fornire questo servizio di certificazione indiretta, offrono anche efficienti servizi di arbitrato e sportelli di conciliazione per controversie di minori entità (Goldberg, Sander, Rogers [1992]).

ristiche del prodotto, è altrettanto evidente che proprio in questi mercati risulti fondamentale l'attivazione di un meccanismo di trasmissione dell'informazione che consenta ai contraenti di cogliere i benefici dello scambio.

Alcune analisi recenti (Albano e Lizzeri [1997]) hanno dimostrato che è la presenza stessa di un certificatore che consente alle imprese di posizionarsi su segmenti di qualità diversa evitando il livellamento verso il basso tipico dei contesti pervasi da asimmetrie informative. Naturalmente, la qualità prodotta all'equilibrio dipenderà dalle tariffe e dalle strategie di comunicazione del certificatore. In particolare, qualora vi sia un unico intermediario nel mercato, si dimostra che la scelta ottimale per il certificatore è una strategia aleatoria in cui, con una certa probabilità, si trasmettono al mercato tutte le informazioni del test e, con la probabilità ad essa complementare, si comunica che la qualità è almeno pari ad un certo valore di soglia. È lecito avanzare la congettura che all'aumentare della concorrenzialità dell'industria della certificazione, la strategia ottimale del certificatore tenda ad una completa trasmissione dell'informazione, e che i margini di incertezza sull'effettiva qualità del prodotto vengano sensibilmente ridotti. In conclusione, il ricorso all'intermediario della certificazione non può ovviamente garantire allocazioni di first-best, peraltro impossibili da raggiungere in contesti di informazione incompleta. Esso presenta comunque l'indiscutibile vantaggio di reintrodurre il profitto e le forze di mercato come motivazione e strumento per affrontare il potenziale distruttivo del comportamento opportunistico.

5. L'autoregolazione

Generalmente, gli economisti sono concordi nell'attribuire un ruolo alla regolamentazione pubblica delle attività economiche che generano esternalità negative. A fronte di queste prescrizioni normative, si osserva però un parziale successo delle soluzioni tradizionali di impostazione pigouviana o coasiana: problemi informativi, di coordinamento e scarsità di risorse pubbliche limitano il potere deterrente della regolamentazione tradizionale.

D'altro canto, l'autoregolazione – definita come la privatizzazione o la delega al lato dell'offerta della regolamentazione o della sua applicazione – sembra un sovvertimento della logica economica: se la correzione di esternalità negative comporta costi per le imprese, quali incentivi avrebbero le imprese ad internalizzarle?

Nel mondo sviluppato, l'autoregolazione sta però emergendo in diversi contesti: in campo ambientale, prende corpo una sensibilità che porta le imprese a tenere sotto controllo le proprie prestazioni, adeguandosi a standard talvolta ancor più restrittivi di quelli sanciti dalla disciplina vigente; in campo finanziario, si assiste ad un rinnovato interesse per un associazionismo fra imprese e intermediari volto alla trasparenza basato sull'adesione volontaria a codici di condotta, così come alla tendenza al *cross-listing* come segnale di una disponibilità ad internalizzare i costi della scarsa trasparenza dei mercati finanziari nazionali.

Come ben documenta Scarpa [1997], le letteratura economica si è espressa in modo critico sulle proprietà di benessere dell'autoregolazione, evidenziando la tendenza alla fissazione di standard eccessivamente elevati rispetto alle reali esigenze del mercato (Leland [1979]; Shaked e Sutton [1981]) e la presenza di problemi distributivi fra categorie di consumatori che valutano diversamente la qualità del prodotto (Shapiro [1983]).

È nostra opinione che buona parte della letteratura esistente non abbia ancora affrontato in modo esauriente il problema degli incentivi all'autoregolazione in un contesto in cui categorie di soggetti interessati riescono a punire con il proprio portafoglio o con le proprie decisioni di investimento le imprese che non si fanno carico di esternalità negative.

5. 1 Autoregolazione ambientale

Alcuni promettenti risultati in questa direzione emergono dal contributo di Garvie [1997], che affronta l'autoregolazione dell'inquinamento industriale in un contesto in cui sono presenti quattro fonti di market failure: (i) l'inquinamento, come sottoprodotto del processo produttivo, fonte di esternalità negative; (ii) la concorrenza imperfetta all'interno dell'industria; (iii) l'attività di riduzione delle emissioni inquinanti come bene pubblico; (iv) l'informazione imperfetta da parte dei consumatori per quanto concerne l'impatto ambientale delle attività industriali dell'impresa. Queste fonti di fallimento del mercato influenzano gli incentivi ad aderire a codici volontari.

In un mercato oligopolistico con imprese inquinanti, le prime due fonti infatti operano in direzioni contrastanti. Infatti, il regime di monopolio genera una riduzione della produzione rispetto alla concorrenza perfetta, mentre l'esternalità negativa – l'inquinamento - porta le imprese a produrre di più - e quindi ad inquinare di più - rispetto al livello ottimale da un punto di vista sociale. D'altro canto, l'investimento in tecnologie per l'abbattimento dell'inquinamento è un bene pubblico al livello dell'industria; le imprese infatti non possono escludere le concorrenti dal beneficio di tale investimento dal momento che la domanda dipende dalle prestazioni ambientali dell'industria nel suo complesso, così come sono percepite dai consumatori. Ciò fa emergere il consueto problema del freeriding. I consumatori però possono sanzionare le imprese inquinanti attraverso il boicottaggio degli acquisti'; tale potere è ovviamente tanto maggiore quanto migliore è la qualità dell'informazione sulla performance ambientale.

Da queste considerazioni, la autoregolazione risulta

³ In alternativa le comunità locali possono attivarsi per bloccare la produzione.

una alternativa possibile agli schemi tradizionali di regolamentazione quando le imprese detengono potere di mercato e quando sono attive associazioni ambientaliste ben informate. In configurazioni di mercato concentrate, le imprese spontaneamente riducono la quantità, risultando meno inquinanti; ciò le incentiva a diffondere informazione sulla propria performance ambientale il che consente l'espansione della domanda dell'industria. L'autoregolazione può quindi risultare un meccanismo efficace per contenere i danni ambientali al prezzo di una riduzione della concorrenzialità

dell'industria.

Analizzando i rapporti ambientali di un campione di imprese italiane ed internazionali, Borghini et. al. [1997] osservano che la comunicazione volontaria consente non solo di tenere informate le categorie interessate alle performance dell'impresa (azionisti, comunità locali, ecc.), ma anche di ridurre l'impatto ambientale attraverso l'innovazione tecnologica. Se l'inquinamento comporta non solo esternalità negative per la collettività ma anche costi per l'impresa (smaltimento di rifiuti, costi di adeguamento e conformità alla legge, tasse e sanzioni amministrative, ecc.), il rapporto ambientale può risultare un efficace meccanismo di autoregolazione senza che necessariamente emerga un'incompatibilità fra gli obiettivi di politica antitrust e quelli di politica ambientale.

5.2 Autoregolazione nei mercati finanziari

Il mercato mobiliare necessita, forse più di altri, di regole adeguate e di strutture efficienti di governo societario. Una buona struttura di governo societario assicura che i rapporti fra risparmiatori e gestori siano trasparenti, il che consente di ridurre il cosiddetto rischio sistemico, cioè il rischio che il fallimento di un istituto inneschi un effetto a catena e destabilizzi l'intero sistema.

La soluzione liberista ai problemi di instabilità del mercato finanziario parte dalla constatazione che alla radice del problema vi sia una violazione della legge o un inadempimento contrattuale, e che non vi siano ragioni per un intervento di regolamentazione quando l'amministrazione della giustizia è efficiente. Abbiamo già discusso quanto la soluzione giudiziale sia spesso inadeguata; in questo contesto lo è in modo particolare perché non fornisce alcuna prevenzione alla possibilità che operatori completamente inaffidabili siano comunque presenti sul mercato. La regolamentazione tradizionale interviene quindi a stabilire requisiti di professionalità e solidità finanziaria dell'intermediario.

Come notano Ford e Kay [1996], la regolamentazione finanziaria inglese non introduce soltanto requisiti di competenza, ma impone all'intermediario di fornire best advice nell'erogazione di un servizio di consulenza finanziaria. Non diversamente la disciplina italiana prevede che «imprese di investimento e banche devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.» (Dl n. 415/96, art. 17, recepito anche nella bozza del TU delle disposizioni in materia finanziaria nell'art. 21, comma a)) Anche se la ratio sottostante a tale disciplina è ovviamente condivisibile, meno convincente è la sua efficacia. Imponendo l'erogazione di un servizio che si conforma a standard generali di fatto non verificabili, la regolamentazione non induce il risparmiatore ad assumersi i rischi del proprio investimento, riducendo gli incentivi ad un'attività di controllo preventivo. Allo stesso modo, quando si obbliga l'intermediario ad «acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare che essi siano sempre adeguatamente informati, [...]» (Dl n. 415/96, art. 17, recepito anch'esso nella bozza del TU delle disposizioni in materia finanziaria nell'art. 21, comma b)), lo si invita ad un rispetto formale e non sostanziale della legge, generando incentivi a quell'eccesso di informazione commentato in precedenza, senza che si generi alcun beneficio diretto per l'investitore.

Come affrontano le imprese e gli intermediari le inefficienze della regolamentazione finanziaria? Innanzitutto è importante sottolineare che esistono gli incentivi – anche se non sono facilmente quantificabili – ad internalizzare i costi di queste inefficienze. Imprese ed intermediari possono farsi in parte carico del rischio sistemico in quanto l'esternalità negativa ha origine dalle transazioni bilaterali che intrattengono con gli investitori. Imprese ed intermediari hanno dunque incentivo ad adottare strategie volte al consolidamento di una reputazione di trasparenza. In questa direzione,

l'autoregolazione può servire allo scopo.

Un meccanismo di autoregolazione tipico è il crosslisting o cross-border marketing. E ben noto infatti che i requisiti per la quotazione variano profondamente tra le borse. Se il mercato locale non è sufficientemente liquido e trasparente, una società solida può decidere volontariamente di quotarsi su piazze più restrittive (Sackman e Coltman, [1996]). Spesso la decisione comporta contestualmente l'adozione di standard di contabilità differenti rispetto a quelli nazionali⁴. Qualora la società opti per una quotazione anche sul mercato nazionale, di fatto la regolamentazione più efficiente viene di fatto «importata», consentendo di aggirare le inefficienze della disciplina locale con evidenti ricadute positive in termini di capitalizzazione e flottante. A detta di alcuni operatori, il cross-listing - soprattutto delle grandi società privatizzate – è uno degli elementi principali della tendenza verso la globalizzazione dei mercati finanziari (Asher [1996]). L'intensificarsi della mobilità internazionale del capitale di rischio dovrebbe stimolare il legislatore nazionale ad una deregolamenta-

⁴ È stato recentemente siglato un accordo fra l'International Organization of Securities Commission (Iosco) e l'International Accounting Standard Committee (Iasc) per l'identificazione di uno standard particolarmente restrittivo che consente la quotazione su tutte le piazze del mondo (Asher [1996]).

zione delle barriere esistenti, al fine di rendere il mercato più appetibile agli investitori internazionali accogliendo la sfida della competizione fra gli ordinamenti nazionali sulla trasparenza. Anche se non è ancora stato dimostrato l'effettiva concorrenzialità esistente fra mercati dei valori mobiliari (Scarpa [1997]), è realistico immaginare uno scenario in cui la regolamentazione finanziaria rappresenti una coordinata cruciale nell'al-

locazione internazionale del capitale di rischio.

Un secondo meccanismo di autoregolazione riguarda le strutture di governo societario. Le società possono utilizzare gli spazi di autonomia statutaria che il diritto concede per strutturare le relazioni con i propri azionisti in modo più trasparente, ad esempio concedendo rappresentanze ad azionisti di minoranza oppure formando associazioni che si vincolano ad determinati standard di comportamento su cui vigila un comitato di pari⁵. Entrambe le soluzioni sono volte a segnalare al mercato l'affidabilità dell'impresa la seconda soluzione soffre però del noto problema dell'incoerenza dinamica dell'attività disciplinare. Una volta individuata la defezione dalla norma di comportamento stabilita dal gruppo, non è detto che risulti compatibile con gli incentivi individuali sanzionarla, dal momento che influirebbe negativamente sulle aspettative delle prestazioni future degli altri membri dell'associazione. La teoria economica ha dimostrato però che è possibile strutturare un meccanismo efficace di controllo che consente di instaurare una reputazione credibile di gruppo. Se infatti la prestazione del singolo ha modo di compromettere la reputazione collettiva, esistono gli incentivi ad un efficace controllo reciproco che minimizza i rischi di comportamento opportunistico (Arnott e Stiglitz [1991]; Greif [1993]; Tirole [1996]).

⁵ Codici di comportamento volontari stanno emergendo nella comunità finanziaria più evolute (Cadbury e Greenbury Committee nel Regno Unito, ALI Principles negli Usa, ecc.) (Marchetti [1996]; Colombera [1996]).

In entrambi i casi, l'autoregolazione – intesa come scelta autonoma di proprie regole e di proprie strutture di governance – non solo previene comportamenti auto-interessati che generano esternalità sull'intero sistema, ma anche fornisce uno stimolo ad un'attività di regolamentazione pubblica che formalizzi in legge istituzioni spontanee efficienti.

6. Conclusioni

Cerchiamo ora di raccogliere in un quadro d'insieme le principali indicazioni di *policy* che emergono

da questo lavoro.

În un mondo in cui il diritto è certo e la sua applicazione rapida ed efficiente, i costi di transazione sono bassi; ciò comporta che i contraenti sono liberi di scambiare senza preoccuparsi troppo degli eventuali comportamenti opportunistici della controparte e che le forze di mercato hanno buone probabilità di generare allocazioni efficienti. La realtà italiana ci ricorda quotidianamente quanto lontano siamo da una situazione in cui i costi di transazione sono trascurabili. La legge è talvolta oscura e l'amministrazione della giustizia spesso lenta e inefficiente. Da ciò discende che le possibilità di sviluppo dell'economia di mercato e del sistema economico nel suo complesso siano limitate da istituzioni inadeguate.

Su queste basi, la prima ovvia indicazione di *policy* che proponiamo è che lo Stato dovrebbe aumentare la trasparenza della legge e concentrare le proprie risorse

nel guadagnare efficienza nella sua applicazione.

Un insieme limitato di norme certe e rese esecutive in tempi rapidi minimizza i costi di transazione, ma naturalmente non li annulla. Esiste un elemento di incertezza endemico ai rapporti di scambio che risulta di fatto ineliminabile. L'intervento amministrativo o giudiziale volto a regolare questo grado di aleatorietà risulta spesso inefficace e talvolta controproducente

poiché: i) il contraente debole ha meno incentivi ad investire risorse per reperire informazioni che sarebbero utili per ridurre quel margine di aleatorietà; ii) la normativa è talvolta un passo indietro rispetto alle reali esigenze di regolazione del mercato e quindi soggetta a

rapida obsolescenza.

La seconda indicazione di policy è quindi che il nostro legislatore dovrebbe confidare di più nelle forme di regolazione privata. Abbiamo dimostrato che la reputazione, il marchio, le garanzie ed altre formule contrattuali consentono di colmare in parte problemi informativi che esistono fra consumatori ed imprese. Allo stesso modo, lo Stato, laddove possibile, dovrebbe abbandonare il monopolio della creazione e dell'applicazione della regolamentazione, favorendo l'entrata di operatori privati che trasmettano informazione credibile sulle prestazioni e su eventuali deviazioni o opportunismi. Questi operatori non si attivano nel perseguimento di vaghi obiettivi di massimizzazione del benessere sociale, bensì del profitto e del consolidamento della propria reputazione di affidabilità.

In Italia, si osserva già qualche segnale di cambiamento. Il mercato della certificazione del prodotto e del processo è in rapido sviluppo; associazioni a tutela del consumatore iniziano timidamente a vigilare sulla qualità dei prodotti; infine, alcune Camere di commercio si fanno promotrici di iniziative volte alla trasparenza, istituendo sportelli di conciliazione e ombudsman. Questi operatori possono fornire indicazioni estremamente utili per dirigere sia i consumi che le attività di investimento. Alcuni possono dubitare del potere deterrente di queste forme di enforcement privato. E però questione aperta se una grande società quotata tema di più una sanzione amministrativa magari conciliabile in sede extragiudiziale - o un rating modesto di un importante intermediario quale Standard & Poor's o Moody's, date le conseguenze che tale annuncio può generare sui corsi azionari.

Infine, quando si riscontrano problemi di coordinamento e gravi esternalità derivanti dalle attività produttive - quali l'inquinamento, ripercussioni sulla salute pubblica, sulla trasparenza dei mercati, ecc. – è immediato individuare una ragion d'essere per l'intervento di regolamentazione pubblico. Ciononostante, il nostro contributo ha voluto sottolineare che anche in contesti difficili non sono da trascurare gli incentivi individuali di imprese ed operatori a fare propri obiettivi di tutela di beni ed istituzioni collettivi, quale l'ambiente o il mercato. Soprattutto in contesti in cui circola molta informazione – grazie ai meccanismi di comunicazione sopradescritti – le imprese possono stabilire strategie volte al perseguimento di una «qualità totale» che comprende anche la salvaguardia dell'ambiente, od altri obiettivi sociali.

Come ultima indicazione di *policy*, riteniamo quindi utile che il legislatore conceda spazi nella normativa primaria a forme volontarie di autoregolazione. Prevedendo sia norme imperative che forme volontarie di autoregolazione, sia il regolamento Consob che le recenti proposte di riforma della disciplina societaria contenute nella bozza del TU delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (la cosiddetta bozza Draghi) puntano esattamente in questa direzione.

In conclusione, all'esigenza di regolazione possono rispondere anche le forze di mercato, attraverso meccanismi meno costosi e più flessibili della regolamentazione pubblica. Ovviamente, non sono in grado di replicare le allocazioni ottimali che può generare un regolatore onnisciente. Del resto, come osservano Ford e Kay, solo attraverso la consapevolezza di quello che la regolamentazione può realisticamente sperare di raggiungere potrà interrompersi quel circolo vizioso che, aumentando gli adempimenti, mina la fiducia che gli operatori ripongono nella regolamentazione.

Riferimenti bibliografici

Akerlof G.

1970 The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism, in «Quarterly Journal of Economics», 60:488-500.

Albano G., Lizzeri A.

1997 Provision of quality and certification intermediries, FEEM Note di Lavoro, n. 37.

Arnott R., Stiglitz J.E.

1991 Moral hazard and non-market institutions: «dysfunctional crowding out or peer monitoring?», in «American Economic Review», 81:179-190.

Asher B.

1996 The development of a global securities market, in Oditah, F. (a cura di) «The future for the global securities market», Oxford, Clarendon Press.

Becker G.S., Stigler G.

1974 Law enforcement, malfeasance, and compensation of enforcers, in «Journal of Legal Studies», 3:1-18. (trad. it. in Stigler, Mercato, Informazione, Regolamentazione. Bologna, il Mulino, 1994).

Borghini S., Fantini M., Ranghieri F., Siniscalco D., Vicini G.

1997 Corporate Environmental Information and Public Policy, FEEM, mimeo.

Bortolotti B., Fiorentini G.

1997 Barriers to entry and the self-regulating profession: evidence from the market for italian accountants, FEEM Note di Lavoro, n. 30.

Chemmanur T., Fulghieri P.

1994 Investment bank reputation, information production, and financial intermediation, in «Journal of Finance», 49:57-79.

Choi S.

1996 Certification intermediaries, University of Chicago, mimeo.

Colombera M.

1996 Le regole di corporate governance nel Regno Unito: il Cadbury Committee e il Greenbury Committee, in «Rivista delle Società», 41:439-464.

Derbi M., Karni E.

1973 Free competition and the optimal amount of fraud, in «Journal of Law and Economics», 16:67-88.

Emons W.

1994 Credence Goods and Fraudulent Experts, mimeo, Univesitat Bern.

Ford C., Kay J.

1996 *«Why regulate financial services?»* in Oditah, F. (a cura di) The future for the global securities market, Oxford, Clarendon Press.

Gale D., Rosenthal R.W.

1994 Price and Quality Cycles for Experience Goods, in «RAND Journal of Economics», 25:590-607.

Garvie D.

1997 Self-regulation of pollution: the role of market structure and consumer information, FEEM Note di Lavoro, n. 59.

Garvie D., Keeler A.

1994 Incomplete enforcement with endogenous regulatory choice, in «Journal of Public Economics», 55:141-162.

Golberg S., Sander F., Rogers N.

1992 Dispute Resolution, Boston, Little, Brown, and Co. Greif A.

1993 Contract enforceability, and economic institutions in early trade: the Maghribi traders' coalition, in «American Economic Review», 83:525-548.

Grossman S.

1981 The informational role of warranties and private disclosure of product quality, in «Journal of Law and Economics», 24:461-483.

Klein R., Leffler K.

1981 The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance, in «Journal of Political Economy», 89:615-641.

Landes W., Posner R.

1975 The private enforcement of law, in «Journal of Legal Studies», 4:1-18.

Marchetti P.

1996 Corporate governance e disciplina societaria vigente, in «Rivista delle Società». 41:418-425.

Milgrom P., Roberts J.

1982 Predation, reputation, and entry deterrence, in «Journal of Economic Theory», 27:280-312.

Sackman S., Coltman M.

1996 «Legal aspects of a global securities market», in Oditah, F. (a cura di) The future for the global securities market, Oxford, Clarendon Press.

Scarpa C.

1997 The theory of quality regulation and self-regulation: towards an application to financial markets, FEEM Note di Lavoro, n. 8.

Shaked A., Sutton J.

1981 The Self-Regulating Profession, in «Review of Economic Studies», 48:217-234.

Shapiro C.

1983a Premiums for high quality products as return to reputation, in «Quarterly Journal of Economics», 98:659-79.

Shapiro C.

1986b Investment, Moral Hazard, and Occupational Licensing, in «Review of Economic Studies», 53:843-846.

Stigler G.

1971 The theory of economic regulation, in «Bell Journal of Economics», 4:114-144. (trad. it. in Stigler, Mercato, Informazione, Regolamentazione, Bologna, il Mulino, 1994.)

Stiglitz J.E.

1989 The economic role of the State, Oxford, Basil Blackwell.

Tirole J.

1996 A theory of collective reputations (with an application to the persistence of corruption and to firm quality), in «Review of Economic Studies», 63:1-22.

Williamson O.

1983 Credible commitments: using hostages to support exchange, in «American Economic Review», 73:507-540.