

Paola Rossi

**BENI IMMATERIALI,
ASIMMETRIE INFORMATIVE
E ANALISTI FINANZIARI**

**Profili teorici,
metodologie
ed evidenze empiriche**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



La presente pubblicazione è stata realizzata grazie al contributo dell'Università degli Studi di Trento, Dipartimento di Economia e Management.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Paola Rossi

**BENI IMMATERIALI,
ASIMMETRIE INFORMATIVE
E ANALISTI FINANZIARI**

**Profili teorici,
metodologie
ed evidenze empiriche**

FrancoAngeli

Copyright © 2019 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Premessa	pag.	11
1. L’informativa contabile e l’asimmetria informativa	»	13
1.1. Introduzione	»	13
1.2. Il ruolo della contabilità nel mercato dei capitali e le teorie di riferimento	»	14
1.2.1. La teoria dell’agenzia	»	17
1.3. La funzione degli analisti finanziari nel mercato dei capitali	»	20
1.4. Le ricerche sull’asimmetria informativa: l’associazione tra l’informativa contabile e le previsioni degli analisti finanziari	»	21
1.4.1. L’adozione volontaria ed obbligatoria degli IAS/IFRS	»	23
1.4.2. Il ruolo dei fattori istituzionali sulle previsioni degli analisti finanziari	»	27
1.4.3. Il ruolo delle caratteristiche aziendali sulle previsioni degli analisti finanziari	»	28
2. I beni immateriali nella dottrina economica-aziendale	»	30
2.1. Introduzione	»	30
2.2. I beni immateriali nell’economia aziendale	»	30
2.2.1. La definizione e la classificazione dei beni immateriali	»	32
2.3. L’iscrizione iniziale e la contabilizzazione degli asset intangibili: confronto tra codice civile, principi contabili nazionali e internazionali	»	34
2.4. I limiti dell’informativa di bilancio e i beni immateriali	»	45

2.5. L'impatto dello IAS 38 sulla qualità dell'informativa di bilancio	pag.	48
3. I Beni immateriali e le asimmetrie informative: un'analisi per filoni di ricerca	»	53
3.1. Introduzione	»	53
3.2. Effetti sulla capacità informativa (value relevance)	»	54
3.2.1. La value relevance	»	54
3.2.2. La value relevance dei beni immateriali	»	57
3.3. Effetti sulle asimmetrie informative	»	65
3.3.1. L'associazione tra le previsioni degli analisti finanziari e i beni immateriali	»	66
4. I Beni immateriali e le previsioni degli analisti finanziari: i diversi approcci metodologici	»	70
4.1. Introduzione	»	70
4.2. La misurazione dell'incertezza nell'ambiente informativo degli analisti finanziari	»	70
4.3. I metodi di misurazione dell'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari	»	72
4.4. I modelli di analisi dell'associazione tra i beni immateriali e le previsioni degli analisti finanziari	»	75
5. L'impatto della contabilizzazione delle spese in ricerca e sviluppo sulle previsioni degli analisti finanziari: un'indagine empirica	»	82
5.1. Introduzione	»	82
5.2. La contabilizzazione delle spese in ricerca e sviluppo: un confronto tra principi contabili nazionali e internazionali	»	82
5.3. La letteratura di riferimento e la determinazione delle ipotesi di ricerca	»	88
5.4. La metodologia di ricerca	»	90
5.4.1. Il campione di riferimento	»	90
5.4.2. Il modello di analisi	»	91
5.5. I risultati	»	92
5.5.1. Le statistiche descrittive	»	92
5.5.2. Le analisi di correlazione	»	94
5.5.3. I risultati dell'analisi di regressione	»	96
5.6. Considerazioni conclusive	»	98
Appendice	»	100
Bibliografia	»	103

INDICE DELLE TABELLE

Tab. 5.1 – Numero aziende (%) rispetto al settore industriale	pag.	91
Tab. 5.2 – Statistiche descrittive	»	93
Tab. 5.3 – Confronto delle medie tra i periodi pre e post adozione IAS/IFRS	»	93
Tab. 5.4 – Correlazione di Pearson – Campione Totale	»	94
Tab. 5.5 – Correlazione di Pearson – Periodo 2000-2004	»	95
Tab. 5.6 – Correlazione di Pearson – Periodo 2005-2015	»	95
Tab. 5.7 – Panel Analysis Fixed Effects	»	96

Numerose sono le persone che hanno contribuito alla realizzazione di questo libro. In particolar modo si vuole ringraziare per il loro suggerimenti i Professori Michela Cordazzo e Giuseppe Marzo e per i suoi preziosi consigli il Prof. Giovanni Liberatore. I miei più sentiti ringraziamenti al Professor Stefano Zambon per il Suo costante incoraggiamento e supporto.

Un particolare ringraziamento è rivolto al Prof. Paolo Collini e al dipartimento di Economia e Management dell'Università degli Studi di Trento per la disponibilità dei finanziamenti utili alla pubblicazione del presente libro.

Come di consueto, la responsabilità degli errori rimane esclusivamente dell'autore.

Paola Rossi

Dipartimento di Economia e Management
Università degli Studi di Trento

PREMESSA

L'asimmetria informativa sorge nelle situazioni in cui i manager possiedono informazioni maggiori o migliori (note come informazioni riservate) degli investitori. Questo crea uno squilibrio nell'accesso alle informazioni e consente ad alcuni investitori di diventare più informati di altri avendo maggiori informazioni private, o grazie ad una maggiore capacità di analizzare le informazioni pubbliche. A prescindere da come vengano ottenute le informazioni private, una delle maggiori conseguenze dell'asimmetria informativa è che gli investitori informati possono sfruttare il loro vantaggio informativo per valutare i futuri profitti di un investimento, realizzando guadagni a spese degli investitori non informati.

In tale contesto, svolgono un ruolo molto importante gli analisti finanziari poiché possiedono conoscenze specialistiche e agiscono da intermediari tra imprese e azionisti/investitori esterni fornendo raccomandazioni d'investimento.

Alla luce di tali considerazioni, un'ampia area di ricerca relativa all'asimmetria informativa si riferisce all'impatto di un determinato *set* di principi contabili sulle previsioni degli analisti finanziari. Con riferimento a tale letteratura, diversi studi accademici sostengono che i beni immateriali sono caratterizzati da una maggiore asimmetria informativa rispetto ad altri beni perché caratterizzati da diverse complessità di rappresentazione e di valutazione rispetto ad altre attività: difficoltà nel determinare un valore attendibile, difficoltà nell'identificazione del soggetto titolare del diritto di proprietà e mancanza di un mercato attivo per le attività immateriali. In riferimento a quest'ultimo punto, la presenza di un mercato attivo favorirebbe gli analisti in quanto osservando un prezzo di mercato attendibile permetterebbe a questi ultimi di stimare più accuratamente i potenziali profitti futuri derivanti dagli investimenti in attività intangibili. Le complessità intrinseche alle attività immateriali si ripercuotono sul processo previsionale svolto dagli analisti finanziari, rendendolo più complicato, a causa della difficoltà che questi ultimi incorrono nel processare e nell'assimilare le informazioni. Oltre a dover analizzare delle

informazioni più complesse gli analisti sono costretti a dover sostenere un impegno maggiore in termini di sforzo e di tempo, e quindi un maggiore costo, per effettuare il processo di previsione. In questo scenario i principi per la contabilizzazione delle attività immateriali ricoprono un ruolo fondamentale per quanto riguarda la qualità di informazione che viene trasmessa verso l'esterno. L'obiettivo primario di questo libro è quello di analizzare la letteratura sull'associazione tra informativa contabile e previsioni degli analisti finanziari, con particolare riferimento ai beni immateriali. In particolare, si tratta di verificare se l'adozione dei principi contabili internazionali, considerati di qualità più elevata rispetto ai nazionali, è in grado di ridurre l'asimmetria informativa presente nel mercato dei capitali. A tal fine, si propone un'indagine empirica dell'impatto dell'adozione dello IAS/IFRS 38 sulle previsioni degli analisti finanziari nel contesto italiano.

Il lavoro si articola in quattro capitoli.

Nel primo capitolo vengono delineate alcune nozioni di carattere teorico utili a comprendere la funzione dell'informativa contabile, del bilancio d'esercizio e degli analisti finanziari nel mercato dei capitali. Inoltre, viene riportata un'analisi dei principali contributi offerti dalla letteratura internazionale sull'impatto dell'informativa contabile sulle previsioni degli analisti finanziari. In particolare, sono riportati i risultati più significativi delle ricerche empiriche, soffermandosi sugli effetti dell'adozione volontaria ed obbligatoria dei principi contabili internazionali.

Nel secondo capitolo vengono presentate le nozioni di beni immateriali accolte in letteratura, al fine di rappresentare le diverse regole di contabilizzazione dei beni immateriali previste dal codice civile, dai principi contabili internazionali e nazionali. Si è, inoltre, posta l'attenzione sui limiti dell'informativa di bilancio sui beni immateriali e sull'impatto dello IAS 38 sulla qualità di tale informativa.

Nel terzo capitolo vengono presentati i principali contributi offerti nella letteratura internazionale sull'impatto dei diversi trattamenti contabili dei beni immateriali sulla *value relevance* e sull'asimmetria informativa. Sono inoltre analizzati i risultati degli studi all'associazione tra le previsioni degli analisti finanziari e i criteri di contabilizzazione dei beni immateriali secondo i principi contabili nazionali ed internazionali.

In base alle differenze tra i principi contabili italiani pre-riforma e lo IAS 38 sui costi di ricerca e sviluppo ed alla letteratura di riferimento discussa nel capitolo 3, il quarto capitolo descrive il sistema di ipotesi, il metodo di ricerca adottato, il campione delle società prescelte come base per la selezione e la raccolta dei dati e le ragioni dei criteri della sua selezione. In ultimo vengono presentati i risultati emersi dall'analisi ed alcune considerazioni di sintesi.

1. LA CONTABILITÀ E L'ASIMMETRIA INFORMATIVA

1.1. Introduzione

Le principali assunzioni della teoria economica neoclassica (homo economicus e concorrenza perfetta) prevedono che ogni soggetto ha accesso alle informazioni rilevanti e pertanto non vi è presenza di asimmetria informativa. Sotto queste ipotesi è il mercato stesso, attraverso i prezzi, che riflette l'informazione necessaria. Pertanto, sotto la stringente condizione della concorrenza perfetta non è possibile legittimare un ruolo informativo della contabilità e del bilancio d'esercizio all'interno del mercato dei capitali. Tuttavia, la condizione di mercati perfettamente concorrenziali deve essere distinta dalla condizione di efficienza di mercato. L'efficienza di mercato mette in luce il ruolo delle informazioni all'interno del mercato dei capitali e va a studiare la relazione esistente tra i prezzi di mercato e informazioni disponibili. In questo contesto la nozione di mercato efficiente dà rilievo al bilancio d'esercizio come strumento informativo all'interno del mercato dei capitali. Giustificare l'esistenza del bilancio d'esercizio come fonte d'informazione sulla base della teoria neoclassica, brevemente illustrata sopra, potrebbe non essere sufficiente poiché questa teoria si basa su assunti poco realistici. È necessario quindi far riferimento ad un approccio neo-istituzionalista che prevede l'esistenza di imperfezioni nel mercato, rappresentate in particolare dall'asimmetria informativa o dai costi di transazione.

L'obiettivo di questo capitolo introduttivo è quello di descrivere la funzione dell'informativa contabile e del bilancio d'esercizio alla luce della teoria della finanza e della teoria economica. Saranno successivamente analizzati il ruolo degli analisti finanziari nel mercato dei capitali ed i principali contributi nella letteratura internazionale sull'associazione tra le previsioni degli analisti finanziari e l'informativa contabile. Si sottolinea, altresì, che

con il Regolamento UE n.1606 del 19 Luglio 2002, l'Unione Europea (EU) obbliga, a partire dal 1° Gennaio del 2005, le società quotate nei mercati regolamentati dei paesi appartenenti alla EU ad adottare i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) per la redazione dei bilanci consolidati. A tal proposito, si descriveranno i principali contributi in letteratura riguardo gli effetti dell'adozione volontaria ed obbligatoria degli IAS/IFRS sulle previsioni degli analisti finanziari. Dopo aver illustrato i principali risultati della letteratura di riferimento, verranno presentati i fattori istituzionali e aziendali che possono influenzarli.

1.2. Il ruolo della contabilità nel mercato dei capitali e le teorie di riferimento

Il ruolo centrale dell'informativa contabile nel mercato dei capitali è stato esaminato negli anni Settanta da Fama (1970), evidenziando che la relazione tra informativa e funzionamento dei mercati si basa sull'efficienza informativa, ovvero sulla produzione, elaborazione ed impiego di informazioni per ridurre l'asimmetria informativa.

In merito all'efficienza informativa del mercato dei capitali, secondo Fama (1976) si verifica se i prezzi riflettono tempestivamente e in modo corretto le informazioni a disposizione degli operatori e presupposto fondamentale è che le informazioni siano note a tutti. La definizione implica che i prezzi nei mercati efficienti incorporino nuove informazioni in modo completo e immediatamente senza alcun ritardo nell'adeguamento dei prezzi. Di conseguenza, i prezzi sui mercati efficienti corrispondono sempre ai valori fondamentali delle aziende, che sono giustificati dalle informazioni che sono disponibili al momento. Dunque, tutti i titoli sono valutati correttamente ed è impossibile ottenere qualsiasi rendimento addizionale effettuando qualsiasi tipo di analisi finanziaria, es. analisi tecniche o fondamentali. L'ipotesi dei mercati efficienti è basato su diversi assunti:

- assenza dei costi di transazione nella negoziazione dei titoli;
- tutte le informazioni sono gratuitamente disponibili per tutti gli operatori del mercato;
- tutti concordano sull'interpretazione delle informazioni attuali per quanto riguarda sia il prezzo corrente che le distribuzioni future dei prezzi per ogni titolo.

Tuttavia, gli assunti sopramenzionati sono sufficienti ma non necessari per l'efficienza del mercato. Per tale ragione, un mercato può essere efficiente se un numero sufficientemente grande di investitori ha accesso diretto

alle informazioni disponibili. Il livello dell'efficienza del mercato dipende dal grado di informazione che si riflette nei prezzi dei titoli.

Secondo Fama (1970), esistono tre diversi livelli di efficienza:

- nella forma debole dell'efficienza di mercato i prezzi correnti riflettono tutte le informazioni contenute nella serie storica dei prezzi. Tale nozione indica che la conoscenza dei prezzi storici non può portare ad alcun rendimento addizionale superiore a quello di mercato basandosi solo sull'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi;
- la forma semiforte di efficienza di mercato esige che i prezzi correnti non solo riflettano i prezzi passati ma anche tutte le informazioni pubblicamente disponibili. Ovvero, ogni nuova informazione pubblicata sarà immediatamente incorporata nei prezzi di mercato correnti. Per esempio, i prezzi di mercato si regoleranno immediatamente a seguito dell'annuncio degli utili trimestrali. Di conseguenza, l'analisi delle informazioni pubbliche, es. l'analisi fondamentale dei dati economico-finanziari pubblicati non porta ad alcun rendimento addizionale;
- nella forma forte dell'efficienza di mercato, i prezzi correnti incorporano tutte le informazioni pubbliche e private che siano *value relevant* al momento. Ed è per questo che la conoscenza e l'analisi delle informazioni riservate non producono alcun rendimento addizionale. I prezzi si regolano istantaneamente una volta che nuove informazioni – pubbliche o private – diventano disponibili.

L'assunto di un'efficienza forte di mercato implica che tutte le informazioni sono incluse nei prezzi dei titoli e non esiste alcuna asimmetria d'informazioni nei mercati di capitali. In tali condizioni, l'analisi delle informazioni non può produrre eccessi di guadagno e l'analisi dei dati economico-finanziari è inutile poiché i prezzi riflettono anche le informazioni riservate sulla posizione finanziaria delle aziende. Di conseguenza, la funzione del bilancio d'esercizio come fonte di informazioni per il mercato dei capitali non può essere accolta nei mercati con efficienza forte. Tuttavia, l'idea di un'efficienza di mercato forte è piuttosto irrealistica ed è semplicemente un modello teorico.

Poiché la forma di efficienza semiforte suggerisce che i prezzi correnti riflettano tutte le informazioni pubblicamente disponibili, ci si può domandare se la funzione informativa del bilancio d'esercizio sia legittima in questo caso. In tali condizioni, i dati economico-finanziari pubblicati dalle aziende sono già inclusi nei prezzi correnti ed una volta che un'azienda divulga nuove informazioni, obbligatoriamente o volontariamente, i prezzi si regolano istantaneamente. Di conseguenza, alcuni sostengono che l'analisi dei bilanci non può contribuire a individuare azioni sottovalutate o a guadagnare rendi-

menti addizionali per il mercato. Tuttavia, questa visione non è realmente convincente poiché nonostante l'analisi fondamentale possa essere inutile, il bilancio d'esercizio trasforma le informazioni da private a pubbliche e pertanto il ruolo informativo del bilancio d'esercizio non può essere negato in caso di efficienza semiforte.

Tale considerazione è ancor più vera nella forma di efficienza debole del mercato dove i prezzi correnti non incorporano alcuna informazione pubblica o privata, ma riflettono solo la serie storica dei prezzi. In tali condizioni, l'analisi fondamentale dei dati ricavati da diverse fonti, ad es. dalla contabilità e dal bilancio d'esercizio, possono contribuire ad individuare le azioni sottovalutate e a guadagnare potenzialmente i rendimenti in eccesso sul mercato.

Come abbiamo dimostrato, l'informativa contabile può contribuire all'efficienza delle informazioni nel mercato dei capitali: sui mercati dall'efficienza semiforte le informazioni private sono rese pubbliche e quindi incorporate nei prezzi dei titoli; sui mercati ad efficienza debole gli operatori del mercato possono usare l'informativa contabile nella loro analisi fondamentale. Di conseguenza, la contabilità ed il bilancio d'esercizio svolgono una funzione protettiva in due modalità. Da un lato, la pubblicazione dei dati economico-finanziari delle aziende può proteggere il funzionamento del mercato dei capitali. Uno degli obiettivi principali del mercato dei capitali è l'allocazione delle risorse finanziarie: poiché le risorse sono limitate, è necessario che siano allocate in maniera efficiente tra i fornitori di capitali e gli operatori del mercato che intendono reperire fondi, mentre l'efficienza allocativa si riferisce alla distribuzione pareto efficiente del capitale. Come illustrato, il bilancio d'esercizio contribuisce all'efficienza delle informazioni nei mercati di capitali, divulgando informazioni che altrimenti resterebbero private. L'efficienza delle informazioni è inoltre una preconditione necessaria perché i mercati di capitali abbiano efficienza allocativa. Di conseguenza, pubblicare i dati economico-finanziari delle aziende aumenta l'efficienza allocativa dei mercati di capitali. Dall'altro lato, la contabilità ed il bilancio d'esercizio proteggono gli operatori del mercato come individui. Grazie alla pubblicazione dei dati economico-finanziari, agli operatori del mercato verranno presentati prezzi delle azioni che *ceteris paribus* riflettono più informazioni. In questo modo, le azioni sottovalutate possono essere individuate più facilmente e gli operatori del mercato sono in grado di prendere migliori decisioni informate. Se non ci fossero informazioni o se gli operatori del mercato non fossero così protetti, potrebbero investire nelle azioni sbagliate, esitare ad investire o non investire affatto. A tal proposito, la protezione dei singoli operatori del mercato è un requisito per consentire al mercato dei capitali di funzionare efficientemente.

In sintesi, l'ipotesi dei mercati efficienti sembra essere un concetto utile per sostenere l'idea che la contabilità ed il bilancio d'esercizio riducano l'asimmetria informativa nel mercato dei capitali. Tuttavia, tale ipotesi si basa su condizioni abbastanza irrealistiche poiché nonostante gli assunti siano solo sufficienti devono ancora esistere in qualche misura per esplorare i vari gradi dell'efficienza di mercato. Pertanto, la teoria neoclassica è stata criticata varie volte per non essere in grado di spiegare i fenomeni reali. Ecco perché sembra utile usare un'ulteriore teoria che possa spiegare il ruolo della contabilità e del bilancio basandosi su assunti più realistici.

1.2.1. La teoria dell'agenzia

L'obiettivo principale della nuova economia istituzionale è esplorare e spiegare le istituzioni, percepite come gruppo di regole contrattuali o norme di legge che fungono da sistema *penalty/reward* per stabilire l'ordine e minimizzare l'incertezza. Pertanto, le teorie della nuova economia istituzionale si concentrano sulle transazioni e sui loro rispettivi rapporti istituzionali. Al contrario della visione neoclassica della teoria economica e finanziaria, la nuova economia istituzionale è propensa ad accettare l'esistenza di condizioni di mercato difettose. Ovvero, la teoria include specificamente delle imperfezioni nelle sue analisi, ad es. asimmetrie informative o costi di transazione. Analogamente, il comportamento degli operatori del mercato ipotizzato nella nuova economia istituzionale assomiglia al comportamento effettivo del mondo reale.

Come parte della nuova economia istituzionale, la teoria dell'agenzia esamina i rapporti di delega all'interno di un contratto di agenzia. Jensen & Meckling (1976) formalizzano l'*agency theory* nell'ambito dei conflitti d'interesse che possono sorgere a causa della separazione tra proprietà e controllo all'interno delle *public companies*, evidenziando come questi conflitti si possano ricondurre alle relazioni tra *shareholders*, creditori e manager. Essi definiscono la relazione d'agenzia come una relazione contrattuale nella quale una parte o più parti (il principale) impegnano una seconda parte (agente) ad eseguire alcuni servizi/mansioni per loro conto trasferendo all'agente una delega di potere. Contestualizzando questa relazione all'interno di una *public company* il ruolo dell'agente è rappresentato dai manager, mentre il ruolo del principale è rappresentato dagli *shareholders*. Dunque, la teoria dell'agenzia studia i problemi che sorgono tra principale ed agente a causa della divergenza d'interessi tra le due parti, dell'informazione incompleta sulle caratteristiche e sui comportamenti degli attori e sulle asimmetrie informative.

Queste ultime sono riconducibili a due problemi: la selezione avversa e l'azzardo morale.

La selezione avversa rappresenta un opportunismo pre-contrattuale, secondo cui, prima di instaurare una relazione formale, il principale non è capace di ottenere tutte le informazioni rilevanti sulle caratteristiche dell'agente (caratteristiche nascoste). Il rischio che ne deriva è che l'agente non rispetti gli impegni contrattuali nell'esecuzione del contratto a causa dell'impossibilità e dell'onerosità del controllo da parte del principale. In generale il comportamento scorretto dell'agente gli permette di nascondere o manipolare informazioni a scapito del principale. A tal proposito, Akerlof (1970) ha dimostrato come l'asimmetria informativa possa portare al fallimento del mercato per effetto della selezione avversa. Analizzando il mercato delle automobili usate, Akerlof sostiene che solo il venditore conosce la qualità dell'auto, mentre l'acquirente non è in grado di valutare se sta acquistando un "bidone" o un'auto buona, quindi sarà disposto a pagare un prezzo compreso tra quello dei bidoni e quello delle auto buone, basato sulla probabilità che l'auto messa in vendita sia un bidone. Dall'altra parte il venditore sarà incentivato a vendere sempre più bidoni, perché il prezzo offerto dall'acquirente per le auto buone è troppo basso, mentre sulle auto usate potrebbe fare degli ottimi affari. L'acquirente si accorge di questa tendenza e non è più disposto a pagare il prezzo di prima, che quindi scende sempre di più ed incentiva la tendenza dei venditori a offrire in commercio sempre più bidoni. Nel caso estremo, le auto buone non vengono più vendute, mentre i bidoni dominano il mercato.

Con il termine azzardo morale s'intende invece un comportamento sleale legato a un opportunismo post-contrattuale. Infatti, dopo la conclusione del contratto o durante il rapporto di agenzia, esistono asimmetrie informative causate dalle informazioni nascoste e dall'azione nascosta. Quest'ultima si riferisce al fatto che l'agente è più informato del principale. Di conseguenza, il principale non ha le stesse informazioni dell'agente o non può accedervi gratuitamente. Anche se il principale può riuscire ad osservare le azioni dell'agente, non ha l'esperienza per valutarne la qualità. L'idea dell'azione nascosta implica che il principale può osservare solo il risultato ma non le azioni dell'agente. Nello specifico, l'agente avrà generalmente una certa libertà di scelta per raggiungere un obiettivo determinato e atteso. Tuttavia, il principale non sa se i risultati siano stati determinati dall'azione dell'agente o da condizioni esogene. Il principale non può differenziare e valutare l'effettiva performance dell'agente. Quest'ultimo può nascondere le sue vere azioni. Sia le informazioni nascoste che l'azione nascosta danno all'agente la possibilità di massimizzare gli utili a scapito del principale. Il rischio di

tale comportamento opportunistico dell'agente è un'allocazione inefficiente del capitale.

Se tutte le parti fossero in grado di acquisire informazioni senza costi, non sussisterebbe il problema agente-principale. Tuttavia, i contratti tra il principale e l'agente non sono perfetti ed a causa di tale imperfezione i costi di agenzia crescono. Jensen & Meckling (1976) classificano tali costi in:

- costi di sorveglianza e di incentivazione sostenuti dal principale per garantire un determinato comportamento dell'agente;
- costi di obbligazione sostenuti dall'agente per garantire al principale che non adotterà comportamenti volti a danneggiarlo e, nel caso, per indennizzarlo;
- parte residua, che è rappresentata dal costo opportunità misurato dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'agente ed il comportamento che avrebbe dovuto tenere per massimizzare il profitto del principale.

La teoria dell'agenzia non si concentra solo sulla spiegazione del rapporto di agenzia e sui problemi che ne derivano, ma anche sui meccanismi che possono essere utilizzati per ridurre le asimmetrie informative sopramenzionate.

Per minimizzare il problema delle caratteristiche nascoste e della selezione avversa, l'agente può fornire volontariamente informazioni vincolanti sulle sue caratteristiche o la qualità dei suoi prodotti (segnalazione). Dei potenziali segnali potrebbero presentarsi sotto forma di certificati, reputazione o altre credenziali. Inoltre, il principale può utilizzare lo screening: utilizzando i cosiddetti schemi di autoselezione, il principale si confronta con gli agenti su varie opzioni di contrattazione; gli agenti effettueranno un'autoassegnazione, in base al proprio livello di qualità, selezionando una specifica alternativa (autoselezione), così il principale sarà in grado di individuare la controparte adeguata. I costi dello screening sono sopportati dal principale, mentre i costi di segnalazione sono a spese dell'agente. Entrambi gli schemi limitano le asimmetrie informative prima della conclusione di un contratto. Mentre, per quanto riguarda il problema dell'azione nascosta dopo la conclusione di un contratto, il principale può stabilire ad esempio, alcuni schemi di pagamento, come gli accordi di partecipazione agli utili o altri accordi sui bonus, che possono allineare gli interessi dell'agente con quelli del principale. Poiché i *payoff* sugli incentivi sono legati a specifiche misure, ad es. il profitto, essi limitano i rischi corsi dall'agente. Nel complesso, l'agente allocherà le risorse in modo più efficiente a causa degli accordi sugli incentivi. Possono, inoltre, essere installati dei sistemi informativi per monitorare costantemente la performance dell'agente (monitoraggio).