

# COME RIVEDERE IL SISTEMA DELLE REMUNERAZIONI DEI MANAGER ALLA LUCE DELLA CRISI FINANZIARIA

di Claudio Gnesutta  
21 ottobre 2008

Al tramonto i bonus d'oro. Il crack, occasione per limitare i superstipendi dei manager è il titolo de Il Sole - 24 ore (26.09.2008, p. 6) che esprime una delle tante reazioni dei media e dell'opinione pubblica di fronte alla scoperta delle remunerazioni "esorbitanti" di cui hanno beneficiato e beneficiano i top-manager di imprese che registrano gravi perdite, se non l'insolvenza. Dalle notizie di stampa risulterebbe che le note cinque maggiori investment bank statunitensi (e mondiali) attualmente in sofferenza avrebbero nel 2007 garantito complessivamente ai propri amministratori delegati una remunerazione di oltre 100 milioni di dollari.

Situazione che ha indotto, ad esempio, i politici a introdurre nel Piano Paulson una norma diretta a limitare i compensi dei manager delle società che attingono al piano federale. Pur scontando il fatto che la motivazione di questi interventi effettuati a posteriori abbia una coloritura vagamente moralistica, l'argomento merita qualche riflessione di carattere più generale.

Due considerazioni preliminari. Prima, l'insolvenza di una grande corporation non è di norma il frutto di difficoltà improvvise, ma il risultato di una inadeguata gestione pluriennale. Seconda, le remunerazioni correnti dei manager sono costituite solo in parte da una quota del flusso di reddito da capitale realizzato effettivamente nell'anno, essendo l'altra parte commisurata (direttamente o indirettamente) al valore corrente di mercato dell'impresa e quindi al valore attuale di guadagni attesi futuri; ne segue che, per un'impresa insolvente, il flusso passato delle remunerazioni dei top-manager contiene un'anticipata liquidazione di valori capitali che non si sono poi realizzati.

Correttezza contrattuale ed efficienza economica richiederebbero che le remunerazioni dei manager fossero soggetta a qualche regola di convalida futura, ovvero che tali remunerazioni fossero soggetta allo stesso rischio in cui incorre l'impresa da essi gestita. Si potrebbe ottenere un tale risultato qualora venisse sancita la norma che parte (il 50%?) delle remunerazioni dei top-manager (incluse le loro buonuscite) debba essere accantonata in un loro fondo personale presso l'impresa. Tale fondo, investito nei titoli dell'impresa e quindi legati al valore corrente della stessa, dovrebbe essere disponibile al titolare solo dopo un periodo di tempo (2 anni?) successivo alla conclusione del suo mandato nell'impresa.

La costituzione e la durata di un siffatto fondo avrebbe il non piccolo merito di collegare il flusso della remunerazione personale del manager ai reali risultati della sua gestione. Nella relazione tra azionisti e amministratori, gli interessi dei primi risulterebbero meglio garantiti dalla convenienza dei manager ad evitare scelte da "tuffatori", ovvero a rifuggire dall'assunzione di rischi immotivati che potrebbero incidere pesantemente sulla posizione patrimoniale dell'impresa, e quindi anche sulla loro. Ne risulterebbe una maggiore efficienza economica di lungo periodo dell'impresa.

Il legame più stretto tra interessi personali e prospettive dell'impresa avrebbe peraltro anche alcune ricadute macroeconomiche, perché risulterebbe ridimensionata la tendenza al short-termism delle scelte imprenditoriali. Inoltre, la costituzione di fondi (analoghi a quelli relativi al trattamento di fine rapporto) aumenterebbe il capitale economico dell'impresa e, di conseguenza, la protezione dei suoi creditori; ne risulterebbe migliorata la sua capacità di finanziamento esterno, soprattutto se l'adozione di tale schema di remunerazione, certificato sul mercato finanziario, venisse adeguatamente apprezzato dal mercato.

È evidente che, qualora questa proposta apparisse valida, la sua applicazione richiederebbe una specificazione più puntuale degli aspetti tecnici. Senza scendere in questa fase nei necessari dettagli della proposta, va almeno sottolineato che l'obiettivo di contrastare il rent-seeking dei manager richiede una precisa identificazione dell'estensione, interna e esterna, del suo ambito di applicazione. All'interno dell'impresa, l'applicazione della norma dovrebbe riguardare tutti gli amministratori le cui funzioni permettono loro di avere una piena conoscenza della reale gestione dell'impresa e quindi dei rischi effettivi che essa corre. All'esterno dell'impresa, la copertura della norma dovrebbe essere tale da ridurre eventuali comportamenti elusivi e quindi essere ampiamente generalizzata, sia a livello settoriale che a livello internazionale.