

## CAPITALISMO

# Non sparate sul manager colpireste la ricchezza

di Guido Tabellini

**Q**uanto sarà diverso il capitalismo dopo questa crisi? La risposta dipende da quali lezioni traiamo dagli eventi, e dalle nostre convinzioni circa le cause ultime della crisi. Vi è chi arriva a mettere in discussione uno dei postulati fondamentali del capitalismo moderno: l'idea che i manager debbano essere guidati da un obiettivo principale, la massimizzazione del valore dell'impresa.

Chi sostiene questa tesi parte da un'osservazione incontestabile: se i manager delle grandi banche hanno accumulato rischi e debito eccessivi, è anche perché i loro bonus milionari erano legati all'andamento in Borsa delle loro stock option. Su un arco di tempo breve, i prezzi di Borsa non riflettono accuratamente i rischi sotstanti, soprattutto per organizzazioni complesse come le banche d'investimento. La massimizzazione del valore, intesa con riferimento alla quotazione di Borsa nel breve periodo, può pertanto indurre a inseguire rendimenti attesi elevati, a cui però corrispondono rischi che diventano evidenti solo nel corso del tempo.

La critica è valida, ma non colpisce la massimizzazione del valore in generale, bensì una sua particolare formulazione che lega i compensi dei manager all'andamento momentaneo del valore di Borsa. Non è difficile correggere la miopia che ne scaturisce, ad esempio prendendo a riferimento il valore dell'impresa nel lungo periodo. Ed è quasi certo che il governo societario evolverà in questa direzione, autonomamente o guidata dalla regolamentazione. Semmai, la crisi ha evidenziato il problema opposto: quanto grandi sono i rischi se gli obiettivi del management non sono allineati con gli interessi di lungo periodo degli azionisti.

Una critica più radicale è che

la massimizzazione del valore persegue gli obiettivi di un gruppo circoscritto di individui, gli azionisti, ma si dimentica di tutti gli altri "stakeholder": i dipendenti, i clienti, e altri cittadini toccati dal comportamento dell'impresa. A sostegno di questa tesi, viene talvolta ricordata la prassi tedesca della co-determinazione, che coinvolge rappresentanti dei dipendenti nel consiglio di sorveglianza (un consiglio di amministrazione con compiti non esecutivi).

Effettivamente la Germania è un Paese interessante da questo punto di vista, perché nello stesso sistema convivono imprese governate con regole molto diverse. Uno studio recente sfrutta questa varietà per valutare gli effetti di assetti alternativi di governo societario (Gary Gorton e Frank Schmid, *Journal of the European Economic Association*, 2004). Ecco cosa emerge dal confronto.

Innanzitutto, le imprese sottoposte alla codeterminazione (dove il consiglio di sorveglianza è composto per la metà dai rappresentanti dei lavoratori) sono quotate con uno sconto di circa il 30% sul valore di bilancio, rispetto alle imprese dove i dipendenti nel consiglio sono una minoranza. Cioè, il mercato non apprezza la codeterminazione. Ciò non sorprende, anzi è la conferma che gli amministratori-dipendenti influiscono sulle scelte dell'impresa, a scapito degli azionisti.

In secondo luogo, e forse più sorprendentemente, non vi sono differenze nei salari medi pagati dai due gruppi di imprese. Tuttavia, le imprese soggette alla codeterminazione hanno molti più dipendenti in proporzione al fatturato (circa il 55% in più). Cioè, gli amministratori-dipendenti non riescono o non vogliono pagare di più i lavoratori, ma ne assumono un numero maggiore. È un sintomo di minore efficienza, nel senso che la

produttività media del lavoro sembra essere più bassa, e quei lavoratori extra sarebbero più proficuamente impiegati altrove.

Infine, e ancora più sorprendentemente, le imprese co-determinate sono assai più indebitate (il rapporto debito-capitale azionario è più alto di quasi il 70%). Una spiegazione è che gli azionisti spingono l'impresa a indebitarsi per costringerla a diventare più efficiente, usando il debito per disciplinare amministratori che perseguono altri obiettivi. Se qualcuno pensava che la co-determinazione potesse indurre a comportamenti più lungimiranti e sostenibili, sembra essere vero il contrario.

Insomma, affiancare agli interessi degli azionisti anche quelli dei dipendenti nella conduzione delle imprese non sembra dare buoni risultati. Ci si allontana dall'efficienza economica e si distrugge valore per l'azionista, senza però avere in cambio più sostenibilità o redditi da lavoro più alti.

Naturalmente vi sono molti altri obiettivi, diversi dall'efficienza economica, che ogni moderna democrazia deve perseguire, dalla redistribuzione, alla sicurezza sociale, alla tutela dell'ambiente. Ma gli strumenti con cui perseguirli sono altri, e non passano per il governo diretto delle imprese. Ci sono molte lezioni che dobbiamo trarre dalla crisi. Abbandonare il principio che le imprese devono essere condotte in modo da massimizzare il valore di lungo periodo non è una di queste.

