

CAPITAL MARKETS AND PRIVATE EQUITY

Valentino D'Angelo

Assistant Professor of Practice
Family business and Corporate Governance
SDA Bocconi

SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT

RESEARCH
RETHINK
REIMAGINE





- Insieme di regole, processi e istituzioni che dirigono e controllano l'impresa.
- Distribuisce poteri, responsabilità e benefici tra i soggetti coinvolti.
- La corporate governance serve a far sì che l'azienda sia **ben gestita, controllata e orientata alla creazione di valore sostenibile nel tempo.**



- Un primo tema aperto riguarda quali sono gli **strumenti** che rientrano nel sistema di governance di un'impresa:
 - Solo il Consiglio di Amministrazione o anche altri (statuti, sistemi di incentivi, controlli interni, revisori, finanziatori, codici di autodisciplina, etc.)?
- Il secondo tema riguarda invece quali **interessi** rappresentare e tutelare nei sistemi di governance?
 - Di quali soggetti?
 - Fino a che punto?



- Una prospettiva tradizionale, di stampo anglo-sassone, vede l'impresa come il **centro degli interessi degli azionisti** (soci)
- I soci investono in capitale di rischio e ottengono un rendimento solo dopo che sono state soddisfatte tutte le altre istanze
- Compito della governance è:
 - Tutelare l'investimento dei soci
 - Garantire un rendimento in linea con il rischio assunto
 - Massimizzare il rendimento ottenuto



- Una visione alternativa vede l'impresa come il **centro di una serie di relazioni** con categorie di portatori di interesse che meritano di essere considerati nella gestione dell'impresa
- L'impresa ottiene dei contributi da queste categorie e restituisce delle remunerazioni
- L'impresa ha degli impatti su queste categorie, alcuni non disciplinati da rapporti contrattuali
- E' interesse dell'impresa massimizzare gli impatti positivi e minimizzare quelli negativi
 - Managing for stakeholders
- I soci sono una di queste categorie



- Un'evoluzione di questo modello suggerisce di valutare il contributo e l'importanza delle diverse categorie di stakeholder in base al loro contributo alla **creazione di valore** per l'impresa
- Maggiore il contributo, maggiore la rilevanza dello stakeholder per l'impresa
- Ma come riconoscere questa rilevanza?
 - Soddisfacimento delle istanze primarie
 - Dialogo costruttivo e proattivo
 - Informazione
 - Consultazione
 - Riconoscimento formale:
 - Commissioni, e comitati in cui coinvolgere lo stakeholder
 - Azionariato diffuso
 - Ruolo nella governance formale

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE I CODICI DI AUTODISCIPLINA

Paese	Ruolo degli stakeholder	Riconoscimento formale	Ruolo del CdA	Scopo dell'impresa
USA	Secondari rispetto agli azionisti; crescente attenzione ESG	 Nessuno	Forte ruolo di monitoraggio e indirizzo a tutela degli azionisti	Massimizzazione del valore per gli azionisti
UK	Considerati per il successo di lungo periodo ("enlightened shareholder value")	 Limitato (engagement workforce)	CdA responsabile del successo sostenibile , tenendo conto degli stakeholder	Valore per azionisti nel lungo periodo , considerando stakeholder
Francia	Riconosciuti esplicitamente; enfasi su responsabilità sociale	 Sì, dipendenti in alcuni CdA	CdA con ruolo strategico e di bilanciamento interessi	Interesse sociale + crescente attenzione agli stakeholder
Germania	Centrali; modello stakeholder-oriented	 Forte: codeterminazione (dipendenti nel board di sorveglianza)	Sistema duale: gestione + supervisione con rappresentanza stakeholder	Equilibrio tra interessi di azionisti e stakeholder
Italia	Riconosciuti per sostenibilità e valore di lungo periodo	 Nessuno diretto	CdA guida strategica e controlli, con attenzione alla sostenibilità	Creazione di valore sostenibile nel lungo periodo
Cina	Ampliamente considerati (incluso Stato e società)	 Indiretto (influenza statale/Partito)	CdA influenzato da obiettivi pubblici e controllo statale	Valore economico + obiettivi sociali/statali
Giappone	Tradizionalmente rilevanti (dipendenti, partner)	 Non formale	CdA orientato a stabilità e consenso interno	Crescita stabile e armonia tra stakeholder



- Presenza obbligatoria di rappresentanti dei dipendenti nel CdA (grandi società)
- Numero limitato (1–2 membri)
- Ruolo: integrazione della prospettiva dei lavoratori
- Modello: equilibrio tra interesse sociale e stakeholder

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE SCANDINAVI



- Rappresentanza dei dipendenti nel CdA prevista per legge
- Incidenza moderata (meno forte della Germania)
- Forte cultura di dialogo e consenso
- Modello: capitalismo cooperativo e inclusivo

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE PAESI BASSI



- Sistema spesso dualistico
- Dipendenti non direttamente nel CdA, ma:
 - influenzano la nomina del Consiglio di Sorveglianza
- Ruolo mediato ma istituzionalizzato
- Modello: bilanciamento tra efficienza e partecipazione

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE

GERMANIA (1/4)



- Già **alla fine dell'Ottocento**, nell'Impero tedesco, esistono forme embrionali di rappresentanza operaia:
 - *commissioni di fabbrica*;
 - organismi consultivi senza veri poteri
- L'idea di fondo nasce con l'industrializzazione pesante (acciaio, miniere):
 - **conflitti sociali forti**, sindacati potenti, Stato che cerca di stabilizzare il sistema.

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE

GERMANIA (2/4)



- Dopo la Prima guerra mondiale, la **Costituzione di Weimar** introduce per la prima volta un principio chiave:
 - i lavoratori devono partecipare alla regolazione dell'economia
- Nascono i **consigli di fabbrica (Betriebsräte)** con funzioni:
 - rappresentanza;
 - informazione;
 - controllo sociale dell'impresa.
- Tuttavia:
 - **nessuna vera partecipazione alla governance;**
 - forte ostilità degli imprenditori;
 - sistema fragile, travolto poi dalla crisi economica e dal nazismo
 - sindacati sciolti;
 - consigli di fabbrica aboliti;
 - principio di *Führerprinzip* applicato anche alle imprese
 - Questo trauma sarà **decisivo** dopo il 1945: la co-determinazione nasce anche come **antidoto istituzionale all'autoritarismo**

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE

GERMANIA (3/4)



- **1951 – Legge sulla co-determinazione nel carbone e acciaio**
- È la **prima vera Mitbestimmung piena**.
- Nelle imprese di carbone e acciaio viene introdotto:
 - **consiglio di sorveglianza paritetico:**
 - 50% azionisti
 - 50% lavoratori
 - un **direttore del lavoro (Arbeitsdirektor)** nel consiglio di gestione, non revocabile senza consenso dei lavoratori
- **1952 – Legge sull’ordinamento aziendale**
- **consigli di fabbrica obbligatori;**
- **diritti di informazione, consultazione e codeterminazione su:**
 - orari;
 - organizzazione del lavoro;
 - condizioni di impiego.

GLI STAKEHOLDER NELLA GOVERNANCE GERMANIA (4/4)



- **1976 – Mitbestimmungsgesetz**
- È il pilastro del sistema attuale: nelle imprese con **oltre 2.000 dipendenti**:
 - consiglio di sorveglianza **paritetico**;
 - presidente (espressione degli azionisti) ha **voto decisivo** in caso di parità
- La co-determinazione non nasce come concessione, ma come **scelta di sistema**
 - l'impresa non è solo proprietà privata, ma **istituzione sociale**;
 - chi lavora stabilmente in un'impresa ha **interessi legittimi di lungo periodo**;
 - il conflitto va **istituzionalizzato**, non eliminato



SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT

**RESEARCH
RETHINK
REIMAGINE**

SDA Bocconi School of Management
Via Sarfatti, 10 - 20136 Milano, Italy
Phone: +39 02 5836 6605-6606 - email: info@sdabocconi.it
www.sdabocconi.it