



È professore di Diritto Commerciale e Direttore del Dipartimento di Studi Giuridici presso l'Università Bocconi. È inoltre Full Professor of Law, Penn State University Law School, State College, PA, USA; e Scientific Member del Max Planck Institute.

marco.ventoruzzo@unibocconi.it

Il dissenso nel CdA

Voti contro la maggioranza e dimissioni di consiglieri sono un fenomeno da studiare nelle società quotate.

Una prima ricognizione delle cause e degli effetti

Si discute molto, in Italia e non solo, del ruolo degli amministratori nominati dai soci di minoranza. Nel nostro paese la questione è di grande interesse anche pratico, poiché da ormai dieci anni è come noto previsto, per le società quotate, un meccanismo di nomina dei consigli tramite voto di lista. Si tratta di un sistema in realtà già usato da tempo in alcune società, e dal 1998 per i sindaci, che consente agli azionisti minoritari di avere un proprio rappresentante nel CdA. Anche in altri ordinamenti esistono tuttavia sistemi di elezione «proporzionale», spesso facoltativi, ma comunque di grande interesse, specialmente per gli investitori istituzionali. Ne sono esempi – pur con notevoli differenze rispetto al voto di lista italiano – gli Stati Uniti, il Regno Unito, ma anche Israele o la Spagna, per citare solo alcuni casi. Si può però dire che la disciplina italiana, da questo punto di vista, è una delle più avanzate e tutelanti per i soci di minoranza: proprio per questo, vi è grande attenzione anche da parte di policy maker stranieri nei confronti delle regole di governance italiane.

Il voto di lista, in Italia, è stato utilizzato con decisione dagli investitori, specialmente nelle società a maggiore capitalizzazione. In base a dati Assonime (l'associazione del risparmio gestito), nel 2014 circa il 40 per cento delle società quotate aveva almeno un amministratore espressione

delle minoranze, e nelle società più grandi il numero arriva anche a tre, ossia quasi il 20 per cento del CdA. Si sono peraltro verificati anche casi singolari (per esempio, in UniCredit), in cui la lista originariamente presentata dai fondi e pensata come «di minoranza» ha in realtà ottenuto la maggioranza dei voti in assemblea.

L'amministratore di minoranza, dal punto di vista del diritto societario, non è e non deve essere una «quinta colonna» dei soci che lo hanno nominato nel consiglio. Una volta assunta la carica, l'amministratore, sia esso indicato dal socio di controllo o da fondi di investimento, svolge il suo incarico nell'interesse della società e, almeno in linea di principio, di tutti i suoi soci. Esistono peraltro regole articolate e complesse, e piuttosto rigorose, che governano le comunicazioni che l'amministratore può dare ai soci, regole che tendenzialmente escludono o limitano la possibilità di condividere informazioni rilevanti in modo selettivo con solo alcuni azionisti, per assicurare la parità informativa sul mercato. Ciò posto, tuttavia, è indubbio che la ratio della disciplina è quella di aumentare la «diversità» delle posizioni rappresentate nel consiglio, e di avere nell'organo di gestione dei professionisti particolarmente attenti alla protezione dei soci non di controllo.

Dottrina giuridica ed economica, operatori e regolatori si interrogano tuttavia sull'effettiva efficacia di questo sistema e, più in particolare, sul ruolo che gli amministratori

non espressione del gruppo di controllo svolgono concretamente nel CdA. Sino a poco fa, non esistevano studi empirici in grado di rispondere a questa domanda, essenzialmente perché non è di pubblico dominio quanto accade nei consigli. Evidenti e comprensibili ragioni di riservatezza escludono che i verbali delle riunioni del CdA siano pubblici, e mancano quindi i dati per osservare gli *interna corporis acta* degli emittenti.

In un recente lavoro scritto a sei mani con Piergaetano Marchetti e Gianfranco Siciliano, in corso di pubblicazione sulla *European Business Organization Law Review*, abbiamo tuttavia cercato di gettare maggiore luce su queste dinamiche. Basandoci su dati pubblici raccolti manualmente sulle vicende nelle quali è emerso, per via di comunicati stampa della società, degli amministratori, ovvero notizie di stampa, un dissenso all'interno del consiglio, ci siamo chiesti in quali situazioni gli

*Uno studio empirico unico
nel suo genere fa luce su un
fenomeno poco indagato*

amministratori di minoranza votano contro la maggioranza, oppure si dimettono esplicitando un contrasto con il resto del consiglio. Abbiamo così esaminato, con tecniche statistiche, su quali argomenti e in che tipologia di società si registra più frequentemente un dissenso, quali sono le caratteristiche degli amministratori dissenzienti e quali sono gli effetti di questi eventi sui prezzi di mercato delle azioni.

In estrema sintesi abbiamo riscontrato i risultati seguenti ⁽¹⁾.

Il dissenso è risultato più comune in società bancarie e finanziarie, nonché in settori altamente regolamentati come quello delle telecomunicazioni

Primo, negli ultimi anni, forse complici anche le tensioni causate dalla crisi finanziaria, sono aumentati gli episodi di dissenso. Ciò può anche essere dovuto al fatto che il numero degli amministratori di minoranza è cresciuto, raggiungendo una massa critica e contribuendo

a rompere il tabù che vorrebbe i consigli sempre compatti. Secondo, il dissenso è risultato più comune in società bancarie e finanziarie, nonché in settori altamente regolamentati come quello delle telecomunicazioni, probabilmente anche per la maggiore complessità e difficoltà posta dalle esigenze di *compliance* normativa; ovvero in società ad azionariato più diffuso. Quanto agli argomenti su cui si «litiga» di più, spiccano le operazioni con parti correlate, ma anche operazioni di finanza straordinaria e tematiche di governo societario. Non sorprendentemente, infine, vi è meno armonia quando la situazione economica della società è meno rosea.

Molto interessante è verificare quali consiglieri hanno più frequentemente manifestato un contrasto con i loro colleghi. Qui le correlazioni più significative riguardano, innanzitutto e appunto, gli amministratori nominati dalla minoranza. Risulta inoltre che gli amministratori con compensi più alti sono più inclini a dissociarsi dai propri colleghi, forse perché un amministratore più pagato ha una maggiore «spendibilità» sul mercato ed è meno timido nel far sentire la propria voce. Variabili come età, genere, numero di incarichi e livello di istruzione non paiono invece avere una relazione significativa con la

⁽¹⁾ Lo studio completo di P. Marchetti, G. Siciliano, M. Ventrone, *Dissenting Directors*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 332/2016, Bocconi Legal Studies Research Paper, October 2016, è disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2854768>.

propensione a picchiare il pugno sul tavolo. Più voci fuori dal coro si sentono infine quando amministratore delegato e presidente del CdA sono persone diverse, confermando l'intuizione che un presidente non esecutivo favorisce la dialettica interna all'organo.

Curiosi sono anche i risultati circa l'effetto sui prezzi di voti contrari o dimissioni rese note al mercato. Anche qui semplificando un po', i prezzi tendono a salire, almeno in alcuni casi. Non è facile interpretare questo dato, ma forse effettivamente il mercato apprezza che, spesso in occasione di operazioni importanti, vi sia una discussione aperta in seno al consiglio e siano rappresentate le esigenze dei soci piccoli.

In conclusione, questo lavoro è un primo tentativo di studiare più da vicino le dinamiche interne ai CdA. Non si ritiene in alcun modo che il dissenso sia, di per sé, un elemento positivo, né che sia necessariamente indice di indipendenza di giudizio e di «schiena dritta». Ben può essere che chi si mette di traverso lo faccia per proprie ragioni personali o per tutelarsi rispetto a decisioni corrette, ma che comportano qualche rischio. Appare tuttavia importante, in una discussione spesso molto teorica o al più basata su aneddoti ed esperienze particolari, studiare in modo più sistematico ed empirico i fenomeni di governance.

*Il dissenso non è di per sé
né un elemento positivo, né
necessariamente indice
di indipendenza di giudizio
e di «schiena dritta»*