

CORPORATE GOVERNANCE /1

## Se il dissenso fa bene al cda

Quando i Consigli sono «vivaci» i titoli tendono solitamente a salire  
Piergaetano Marchetti e Marco Ventoruzzo

Un celebre aforisma di Michel de Montaigne recita che non vi è conversazione più noiosa di quella in cui tutti concordano. Parafrasando il filosofo rinascimentale, nella discussione sulla governance delle società quotate potremmo dire che non vi è consiglio di amministrazione più inefficace di quello in cui tutti concordano. I legislatori di numerosi Paesi paiono sempre più sensibili all'opportunità di avere organi di gestione espressione di diversi stakeholder, con consiglieri dalle prospettive diverse e differenziati per formazione, esperienze e genere, come le discussioni su quote di genere e voto di lista in Italia, ma anche proxy access negli Stati Uniti e rappresentanza dei sindacati in Germania dimostrano. Naturalmente questo non significa che il dissenso sia positivo in sé, che sia sempre un segno di onestà intellettuale o che non possa avere motivazioni viziate; né si devono dimenticare i rischi di divisioni e conflittualità, in un gruppo che deve perseguire obiettivi comuni e avere legami fiduciari. Per tutte le analisi e discussioni sull'indipendenza degli amministratori, abbiamo tuttavia pochissime informazioni su misure effettive della capacità dei consiglieri di svolgere correttamente il proprio compito anche ove si trovino nella necessità di dover fronteggiare manager o azionisti forti. La carenza di dati è certo dovuta anche a fondamentali e condivisibili ragioni di riservatezza circa gli interna corporis acta dei cda, ma questa non è una risposta soddisfacente per gli studiosi e i pratici del diritto societario. In un recente paper scritto con Gianfranco Siciliano, per la prima volta in Italia, abbiamo studiato empiricamente, sulla base di dati pubblici raccolti manualmente, il dissenso nei consigli delle società quotate, soffermandoci su casi in cui alcuni amministratori hanno votato contro la maggioranza, o si sono dimessi in contrasto con la gestione della società. Sebbene, come in tutti i lavori di questo tipo, i risultati vanno presi con cautela, emergono alcuni spunti di riflessione che sintetizziamo qui. Gli amministratori che più frequentemente "cantano fuori dal coro" sono quelli nominati dalle minoranze, ossia dagli investitori istituzionali, e le espressioni di dissenso sono più comuni dal 2011 circa, probabilmente anche per via del maggior numero di amministratori con queste caratteristiche. I dissidenti solitamente ricevono compensi più alti, e siedono in un minor numero di consigli. Non pare invece sussistere una correlazione significativa con variabili quali età, formazione e genere (sebbene le donne nominate dalla minoranza sono più inclini a puntare i piedi di quelle nominate dal socio di controllo), o con le dimensioni del consiglio. Si incontrano più voti contrari quando Presidente e Amministratore delegato non coincidono, confermando che ciò favorisce un dibattito aperto. Il dissenso è più comune nell'industria finanziaria e - non sorprendentemente - quando i risultati economici e finanziari della società non sono buoni. Quanto agli argomenti su cui si litiga di più, ancora non inaspettatamente e con possibili sovrapposizioni, troviamo fusioni, operazioni con parti correlate, informazione societaria e scelte di finanziamento. Ci siamo anche interrogati sugli effetti sul prezzo delle azioni di voti contrari e dimissioni, trovando un legame positivo nel breve periodo. In altre parole, il mercato pare festeggiare un pochino quando c'è maretta nel consiglio. Non è facile offrire spiegazioni di questo fenomeno, probabilmente riconducibile al fatto che gli investitori attendono cambiamenti o possibili operazioni sui titoli della società. Lo studio solleva diverse domande di policy. Due fra tutte: È opportuna maggiore trasparenza su voti contrari e motivi delle dimissioni, spesso laconicamente indicati in "ragioni personali"? In secondo luogo, la propensione della giurisprudenza e dei regolatori a valutare il merito delle decisioni dei cda, può ingenerare una - fruttuosa o dannosa, difficile dirlo - maggiore inclinazione al dissenso o all'astensione, anche quando non sarebbero necessari, per timore di sanzioni? Per gli interessati, lo studio completo è scaricabile gratuitamente dal sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).