

ATTUALITÀ

Banco BPM e MPS: lista del consiglio e ruolo dei proxy advisors

Tensioni sistemiche e criticità applicative

13 Aprile 2026

Maurizio Irrera, Professore ordinario di Diritto commerciale, Università degli Studi di Torino



Maurizio Irrera, Professore ordinario di Diritto commerciale, Università degli Studi di Torino

> Maurizio Irrera

Maurizio Irrera è Professore ordinario di diritto commerciale presso il Dipartimento di Scienze Economico-Sociali e Matematico-Statistiche dell'Università degli Studi di Torino. Presidente del Centro Crisi - Centro di Ricerca Interdipartimentale su Impresa, Sovraindebitamento e Insolvenza dell'Università degli Studi di Torino.

1. Il ruolo dei *proxy advisors*: continuità nelle raccomandazioni e nuova rilevanza della seconda votazione

Il presente contributo esamina le indicazioni formulate dai principali *proxy advisors* nelle prime due applicazioni concrete del meccanismo della lista del consiglio di amministrazione, così come riformato dalla recente disciplina normativa, con specifico riferimento a due rilevanti casi bancari (Banco BPM e MPS).

Anche nella presente tornata assembleare, caratterizzata dalla presenza di una pluralità di liste – e, nel caso di MPS, persino da una competizione tra due liste lunghe, entrambe strutturate per assumere il governo dell'impresa – le indicazioni dei principali *proxy advisors* si collocano in linea di continuità rispetto alle prassi già osservate in passato. Sia ISS, sia Glass Lewis, infatti, pur a fronte di un contesto piuttosto articolato, convergono nel raccomandare agli investitori il voto a favore della lista del consiglio di amministrazione uscente, ritenuta, nel complesso, la soluzione maggiormente coerente con gli *standard di governance* e con le esigenze di stabilità dell'assetto societario.

In entrambi i casi, i *proxy advisors* confermano una linea interpretativa che privilegia la continuità della gestione e la coerenza dei processi di selezione interni al consiglio uscente. La lista del consiglio viene infatti valutata non soltanto in termini di qualità individuale dei candidati, ma anche – e soprattutto – alla luce del processo che ne ha determinato la formazione, della sua capacità di garantire un equilibrio tra competenze e indipendenza e della sua idoneità a sostenere le sfide strategiche in corso. Al contrario, le liste alternative, pur talvolta caratterizzate da candidati di rilievo, non appaiono, nella valutazione dei *proxy advisors*, in grado di offrire un livello comparabile di affidabilità sul piano della *governance* complessiva.

In questa prospettiva, il voto a favore della lista del consiglio si configura come una scelta che trascende il mero confronto tra candidati e si colloca piuttosto sul piano della tutela della stabilità e della prevedibilità dell'assetto gestionale. I *proxy advisors*, infatti, sembrano attribuire un peso determinante alla continuità delle strategie e alla coerenza dei processi decisionali, soprattutto in contesti – come quelli esaminati – caratterizzati da operazioni straordinarie, tensioni nell'assetto proprietario o passaggi delicati nella *governance*.

Tuttavia, proprio nel momento in cui tale linea di continuità appare confermata, emerge un elemento di novità di particolare rilievo, destinato a incidere profondamente sul funzionamento concreto del sistema. Nella presente tornata, infatti, per la prima volta trova applicazione in modo pieno il meccanismo che prevede, nell'ipotesi in cui la lista del consiglio risulti la più votata, una seconda votazione individuale sui candidati inclusi nella lista stessa.

2. La valutazione dei singoli candidati: la seconda votazione individuale e la disarticolazione della proposta del consiglio

A fronte della convergenza dei *proxy advisors* nel raccomandare il voto a favore della lista del consiglio di amministrazione, l'analisi delle rispettive indicazioni evidenzia un secondo livello di intervento che trova oggi un preciso fondamento nella recente evoluzione normativa. Le raccomandazioni sui singoli candidati, infatti, non rappresentano soltanto un affinamento delle tecniche di voto, ma si collocano nel solco della disciplina che prevede, nel caso in cui la lista del consiglio risulti la più votata, una seconda votazione individuale sui candidati inclusi nella lista stessa.

È proprio questa innovazione legislativa a spiegare la scelta, da parte di ISS e Glass Lewis, di entrare nel merito delle singole candidature. In un sistema nel quale il voto assembleare non si esaurisce più nella selezione della lista, ma si estende alla scelta dei singoli componenti dell'organo amministrativo, la funzione dei *proxy advisors* non può limitarsi a indicare quale lista sostenere, ma deve necessariamente orientare anche la successiva fase di voto individuale. In altri termini, la raccomandazione sul singolo candidato non è più un elemento accessorio, bensì diventa uno strumento essenziale per guidare gli investitori in una fase decisiva del procedimento di nomina.

In questo contesto, le indicazioni dei *proxy advisors* si articolano in modo differenziato, prevedendo per ciascun candidato un suggerimento di voto favorevole ("*for*"), contrario ("*against*") o di astensione ("*abstain*"). Tale articolazione risponde a una logica coerente con la nuova struttura del voto: i candidati sostenuti sono quelli ritenuti adeguati sotto il profilo delle competenze, dell'indipendenza e dell'allineamento agli interessi della società; quelli oggetto di raccomandazione negativa sono invece considerati problematici sotto il profilo della *governance*; infine, le astensioni riflettono spesso esigenze di selezione quantitativa, legate al numero dei seggi disponibili rispetto ai candidati presentati.

L'effetto complessivo di tale meccanismo è una disarticolazione della proposta originaria del consiglio di amministrazione. La lista del consiglio, infatti, è normalmente costruita secondo un ordine che riflette una precisa gerarchia interna e una visione complessiva dell'assetto futuro del consiglio. Tuttavia, la seconda votazione individuale, combinata con le raccomandazioni analitiche dei *proxy advisors*, consente agli investitori di discostarsi da tale ordine, selezionando solo alcuni candidati e, eventualmente, escludendone altri, anche se collocati in posizioni elevate della lista.

Ne deriva che la lista del consiglio, pur restando formalmente la lista raccomandata e, in ipotesi, quella risultata vincente, viene sostanzialmente riformulata nella sua composizione effettiva. Il risultato del processo assembleare non coincide più necessariamente con l'ordine e la struttura originariamente delineati dal consiglio, ma può riflettere una diversa gerarchia di preferenze, costruita attraverso il filtro delle raccomandazioni dei *proxy advisors* e l'esercizio del voto individuale da parte degli azionisti.

In definitiva, la recente modifica legislativa, introducendo la seconda votazione individuale, ha determinato un mutamento significativo del ruolo dei *proxy advisors*, i quali sono chiamati a operare non solo come orientatori del voto tra liste concorrenti, ma anche come selettori dei singoli componenti del consiglio. È in questo passaggio che si coglie la portata innovativa del sistema: la scelta della lista del consiglio non esaurisce più il procedimento di nomina, ma apre una fase ulteriore nella quale la composizione dell'organo viene definita in modo analitico, con possibili esiti divergenti rispetto alla proposta originaria del consiglio.

3. La selezione dei singoli candidati da parte dei proxy advisors: esclusioni, astensioni e logiche di intervento in MPS e Banco BPM

Se il dato di partenza, comune ai due casi esaminati, è che tanto ISS quanto Glass Lewis raccomandano, in via principale, il voto a favore della lista del consiglio di amministrazione, il vero punto di svolta si colloca nella fase successiva: quella nella quale, una volta ipotizzata la vittoria della lista del consiglio, i *proxy advisors* entrano nel merito dei singoli nominativi e, per effetto della seconda votazione individuale introdotta dalla nuova disciplina, contribuiscono a determinare non più solo quale lista debba prevalere, ma anche quale debba essere, in concreto, la composizione del consiglio risultante. È in questa fase che la raccomandazione dei *proxy advisors* cessa di avere natura soltanto "esterna", nel

senso di orientare la scelta tra liste concorrenti, e diviene invece “interna”, poiché incide sulla struttura stessa della lista del consiglio, separando i candidati da sostenere da quelli da non sostenere o, ancora, da quelli sui quali suggerire un’astensione tecnica.

Nel caso MPS, la linea dei *proxy advisors* — pur nella diversità di accenti tra ISS e Glass Lewis — è accomunata da un approccio selettivo particolarmente incisivo. Entrambi i soggetti partono da un giudizio complessivamente favorevole sulla lista del consiglio, ma ritengono necessario intervenire sulla sua composizione per correggere criticità che non giustificano il rigetto dell’intera lista, ma che, tuttavia, non possono essere ignorate. Ne deriva una selezione che colpisce, in primo luogo, candidati collocati anche in posizioni elevate della lista, segnalando come la nuova disciplina renda possibile — e anzi fisiologico — un disallineamento tra l’ordine predisposto dal consiglio e quello risultante dal voto assembleare.

Le esclusioni operate nel caso MPS si fondano essenzialmente su tre ordini di ragioni. Un primo nucleo riguarda il processo di formazione della lista, ritenuto in parte insoddisfacente sotto il profilo della trasparenza, della chiarezza nelle scelte e della gestione della successione dell’amministratore delegato. In tale prospettiva, vengono penalizzati i candidati che, per il ruolo ricoperto nei comitati interni o nel consiglio uscente, risultano maggiormente coinvolti in tale processo, in quanto considerati responsabili delle carenze procedurali emerse. Un secondo nucleo di motivazioni attiene ai profili di indipendenza, valutati non solo in senso formale ma anche sostanziale, con particolare attenzione ai legami con azionisti rilevanti o a situazioni che possano generare, anche solo in termini di percezione, un rischio di influenza indebita sulle decisioni del consiglio. Un terzo elemento riguarda la configurazione complessiva del *board*, nella quale si ritiene opportuno privilegiare un *mix* di competenze e di posizioni che garantisca equilibrio, evitando la presenza di figure ritenute, per varie ragioni, non pienamente coerenti con tale obiettivo.

Accanto alle esclusioni vere e proprie, assume un ruolo rilevante la tecnica dell’astensione, utilizzata soprattutto da Glass Lewis come strumento di selezione quantitativa. In presenza di un numero di candidati superiore ai seggi potenzialmente attribuibili alla lista del consiglio, l’astensione consente di individuare un perimetro di candidati “effettivamente sostenuti” senza esprimere un giudizio negativo sui restanti. Si tratta di una tecnica che permette di compensare le esclusioni qualitative intervenute

nella parte alta o mediana della lista attraverso la promozione di candidati collocati più in basso, così da mantenere comunque un numero sufficiente di candidati votabili. Il risultato è una vera e propria riorganizzazione della lista, nella quale il numero dei candidati sostenuti resta coerente con i seggi potenzialmente ottenibili, ma la loro identità può divergere sensibilmente da quella originariamente delineata dal consiglio.

Il caso Banco BPM presenta, sotto questo profilo, una configurazione diversa, pur all’interno della medesima logica di intervento. Anche qui, infatti, i *proxy advisors* raccomandano il voto per la lista del consiglio e, in caso di sua vittoria, formulano indicazioni sui singoli candidati; tuttavia, il livello di intervento qualitativo appare più contenuto, mentre risulta più marcata la dimensione quantitativa della selezione. ISS, in particolare, costruisce un gruppo ristretto di candidati da sostenere, individuato sulla base di criteri quali l’indipendenza, il ruolo ricoperto nel consiglio uscente, l’esperienza settoriale e la posizione nella lista. Tutti gli altri candidati vengono esclusi non tanto per una valutazione negativa nel merito, quanto per la necessità di concentrare il voto su un numero limitato di nominativi, coerente con i seggi presumibilmente attribuibili alla lista.

Le ragioni delle esclusioni in Banco BPM sono dunque meno legate a criticità specifiche e più riconducibili a una logica di ottimizzazione del voto. In alcuni casi, vengono richiamati profili di indipendenza non pienamente convincenti o situazioni di permanenza prolungata nel consiglio che possono incidere sulla percezione di autonomia; tuttavia, la linea generale è quella di non esprimere un giudizio di inidoneità sui candidati esclusi, bensì di selezionare un sottoinsieme ritenuto più funzionale alla costruzione di un consiglio equilibrato.

Glass Lewis, nel medesimo contesto, adotta un approccio ancora più vicino alla proposta del consiglio, sostenendo un numero di candidati corrispondente al massimo dei seggi che la lista del consiglio potrebbe conseguire e raccomandando l’astensione sugli altri. In tal modo, la lista non viene disarticolata sul piano qualitativo, ma viene comunque “ridotta” sul piano quantitativo, attraverso l’individuazione di un perimetro di candidati effettivamente sostenuti. Anche in questo caso, l’astensione svolge una funzione tecnica, volta a evitare dispersione del voto e a mantenere coerenza con l’ordine di presentazione della lista, senza trasformarsi in una bocciatura implicita dei candidati esclusi.

Il confronto tra i due casi evidenzia, dunque, due modalità diverse di esercizio della medesima funzione selettiva. In MPS, l'intervento dei *proxy advisors* è più incisivo sul piano qualitativo, con esclusioni mirate che incidono anche su candidati collocati in posizioni rilevanti della lista e che riflettono criticità legate al processo di nomina, all'indipendenza e ai rapporti con l'azionariato. In Banco BPM, invece, l'intervento è più orientato alla selezione quantitativa, con una riduzione del numero dei candidati sostenuti in funzione dei seggi disponibili, senza una marcata componente di giudizio negativo sui singoli profili.

In entrambi i casi, tuttavia, il risultato è il medesimo sotto il profilo sistemico: la lista del consiglio, pur essendo la lista sostenuta, non resta un blocco unitario e indisponibile, ma viene filtrata, selezionata e in parte riorganizzata dai *proxy advisors*. È esattamente qui che la seconda votazione individuale acquista tutta la sua portata: non come mera appendice tecnica al voto di lista, ma come luogo nel quale il mercato, attraverso i *proxy advisors*, entra nel merito della composizione interna del consiglio, contribuendo a determinarne gli equilibri in modo diretto e, per certi versi, autonomo rispetto alla proposta originaria del consiglio di amministrazione.

4. Profili critici dell'approccio dei *proxy advisors*: tra selezione individuale e rischio di eccesso di "indipendentismo"

L'analisi svolta consente, in conclusione, di formulare alcune considerazioni critiche in ordine all'approccio adottato dai *proxy advisors* nella valutazione dei candidati inclusi nelle liste del consiglio. Se, infatti, non può negarsi che l'evoluzione del sistema – e, in particolare, l'introduzione della seconda votazione individuale – renda non solo legittimo, ma in larga misura necessario un esame puntuale delle singole candidature, è altrettanto evidente che l'intensità e le modalità di tale intervento pongono interrogativi non trascurabili sul piano sistematico.

In primo luogo, l'attenzione dedicata dai *proxy advisors* ai profili di indipendenza appare, sotto un certo profilo, pienamente condivisibile. La distinzione tra indipendenza formale e indipendenza sostanziale rappresenta infatti un passaggio essenziale per evitare che l'organo amministrativo sia condizionato da interessi particolari o da legami non esplicitati. In questo senso, la scelta di valutare non solo la qualificazione statutaria o regolamentare dei candidati, ma anche il loro effettivo posizionamento rispetto all'assetto proprietario e alle dinamiche societarie, costituisce un contributo positivo alla qualità della

governance.

Tuttavia, è proprio nel passaggio dall'indipendenza come criterio di valutazione all'indipendenza come criterio pressoché dominante che emergono le principali criticità. L'analisi delle raccomandazioni mostra infatti come, in più di un caso, l'esclusione di determinati candidati non sia fondata su carenze di competenza o su profili di inadeguatezza professionale, bensì su elementi quali la vicinanza a specifici azionisti o la permanenza prolungata all'interno del consiglio. Tali elementi, pur rilevanti, non appaiono di per sé sufficienti a giustificare una valutazione negativa in termini assoluti, soprattutto ove non si accompagnino a evidenze concrete di comportamenti non allineati all'interesse sociale.

In particolare, il criterio della "vicinanza" a determinati soci sembra talora utilizzato in modo eccessivamente rigido, quasi che la presenza di amministratori espressione, diretta o indiretta, di azionisti rilevanti debba essere di per sé considerata problematica. Una simile impostazione rischia, tuttavia, di trascurare un dato strutturale dei sistemi societari, specie nelle società quotate a base azionaria non dispersa, nei quali la presenza di soci significativi e la loro capacità di incidere sulla *governance* costituiscono un elemento fisiologico e non patologico. In tale contesto, la mera riconducibilità di un candidato a un determinato ambito relazionale non può essere automaticamente equiparata a un *deficit* di indipendenza sostanziale, dovendo piuttosto essere valutata alla luce del comportamento concreto e della capacità del soggetto di esercitare il proprio ruolo nell'interesse della società.

Analoghe perplessità emergono con riferimento al rilievo attribuito alla durata della permanenza nel consiglio. È indubbio che una permanenza eccessivamente prolungata possa incidere sulla percezione di indipendenza e sulla capacità di esercitare un controllo effettivo sull'operato del *management*; tuttavia, anche in questo caso, il criterio temporale non può essere applicato in modo automatico, prescindendo dalla qualità del contributo apportato dal singolo amministratore. In molti contesti, infatti, la conoscenza approfondita della società, del settore e delle dinamiche interne rappresenta un valore significativo, che può contribuire in modo determinante all'efficacia dell'azione consiliare.

Sotto questo profilo, l'approccio dei *proxy advisors* sembra talvolta riflettere una visione nella quale l'indipendenza – intesa in senso sostanziale ma declinata in termini tendenzialmente negativi (assenza di legami, assenza di continuità, assenza di coinvolgimento) – tende a prevalere su altri elementi

parimenti rilevanti, quali la competenza, l'esperienza e la conoscenza dell'impresa. Il rischio è quello di una sorta di "iper-correzione" del sistema, nella quale l'esigenza di garantire l'autonomia degli amministratori si traduce in una compressione eccessiva di altri valori, che sono invece essenziali per il buon funzionamento dell'organo.

In questa prospettiva, può porsi il dubbio che l'approccio adottato dai *proxy advisors* conduca, almeno in alcuni casi, a una forma di prevalenza quasi strutturale degli amministratori indipendenti, se non addirittura a una sorta di "egemonia" di tale categoria all'interno del consiglio. Si tratta di una tendenza che, pur muovendo da finalità condivisibili, rischia di alterare l'equilibrio tra le diverse componenti dell'organo, riducendo lo spazio per figure che, pur non pienamente indipendenti secondo i criteri più rigorosi, possono apportare un contributo significativo in termini di competenze, visione strategica e conoscenza del contesto societario.

Il punto, in definitiva, non è quello di negare l'importanza dell'indipendenza, ma di evitare che essa venga assunta come criterio esclusivo o prevalente nella selezione dei candidati. La qualità di un consiglio di amministrazione non dipende infatti soltanto dalla somma delle indipendenze individuali, ma dalla capacità di combinare in modo equilibrato indipendenza, competenza ed esperienza. Un organo composto esclusivamente da soggetti formalmente o sostanzialmente indipendenti, ma privi di un adeguato radicamento nel settore o nella realtà aziendale, rischia di essere altrettanto inefficace quanto un organo eccessivamente condizionato da interessi particolari.

Alla luce di tali considerazioni, l'approccio dei *proxy advisors*, pur rappresentando un elemento di indubbio arricchimento del processo decisionale degli azionisti, appare suscettibile di una valutazione critica nella misura in cui tende a privilegiare una logica di selezione individuale fortemente orientata all'indipendenza, a scapito di una visione più complessiva e bilanciata della funzione consiliare. È proprio in questo equilibrio tra esigenze di autonomia e valorizzazione delle competenze che si gioca, in ultima analisi, la qualità della *governance*, e su questo terreno sarà opportuno verificare, anche alla luce degli esiti concreti delle assemblee, se e in quale misura l'intervento dei *proxy advisors* abbia contribuito a migliorare o, al contrario, a irrigidire il funzionamento del sistema.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

