

ATTUALITÀ

La lista del consiglio alla prima verifica empirica (MPS e Banco BPM)

Tra sconfitte, conferme e disarticolazioni

22 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. La prima applicazione della nuova disciplina della lista del consiglio: esiti assembleari e indicazioni sistemiche

Le assemblee svoltesi il 15 e 16 aprile riguardanti Monte dei Paschi di Siena (MPS) e Banco BPM hanno rappresentato la prima concreta applicazione della nuova disciplina della lista del consiglio di amministrazione, offrendo un primo riscontro empirico del suo funzionamento in contesti tra loro diversi, ma accomunati da un'elevata rilevanza sistemica¹. Senza formulare valutazioni di carattere generale – che richiedono una riflessione più ampia e sistematica – è tuttavia possibile isolare alcuni dati fattuali che emergono con chiarezza dai due casi e che consentono di cogliere i tratti salienti di questa prima applicazione.

Un primo elemento di assoluta novità è rappresentato dall'esito registrato nel caso MPS, ove la lista del consiglio di amministrazione è risultata soccombente nel confronto con una lista alternativa presentata da altro socio e caratterizzata da una struttura ampia e completa, idonea a esprimere una proposta di governo dell'impresa: lista che vedeva quale candidato amministratore delegato l'AD uscente di MPS che non era stato collocato nella lista del consiglio.

Si tratta di un dato, quello relativo all'esito finale, che assume rilievo in sé, poiché segna per la prima volta il venir meno della capacità della lista del consiglio di affermarsi nel confronto assembleare. La circostanza appare tanto più significativa ove si consideri che tale esito si è verificato nonostante le raccomandazioni favorevoli espresse dai principali *proxy advisors*, che avevano suggerito di votare per la lista del consiglio. Ne deriva un primo elemento di rilievo: le indicazioni dei *proxy advisors*, pur convergenti, non si sono rivelate determinanti ai fini del voto, mostrando come, in presenza di una lista alternativa strutturata e competitiva, gli azionisti possano orientarsi secondo logiche autonome.

Nel caso MPS, peraltro, l'esito assembleare non può essere letto esclusivamente in termini di confronto tra liste, ma deve essere ricondotto, come si vedrà, anche all'orientamento assunto da due soci, tra cui il socio più rilevante in termini di partecipazione al voto. La scelta di questi due soci ha infatti inciso

¹ Cfr. in argomento, se vuoi, i miei scritti: *Lista del consiglio e governo dell'impresa: i casi Banco BPM e MPS*, in *Diritto Bancario.it*, 1° aprile 2026; *Banco BPM e MPS: lista del consiglio e ruolo dei proxy advisors*, in *Diritto Bancario.it*, 13 aprile 2026.

in modo determinante sulla formazione della maggioranza assembleare, contribuendo a orientare il risultato finale che senza il loro voto vedeva primeggiare, anche con un distacco consistente, la lista del consiglio. Tale circostanza introduce un ulteriore elemento di complessità, evidenziando come il funzionamento del sistema sia strettamente connesso non solo alla struttura delle liste, ma ovviamente anche al comportamento dei principali attori dell'azionariato.

Un secondo elemento di novità si riscontra nel caso Banco BPM, nel quale la lista del consiglio, risultata la più votata, è stata per la prima volta sottoposta alla seconda votazione individuale sui candidati prevista dalla nuova disciplina. L'attivazione di tale meccanismo ha comportato una scansione procedimentale articolata in due momenti distinti: una prima votazione sulla lista e una successiva votazione sui singoli candidati appartenenti alla lista risultata vincente.

La seconda votazione ha inoltre evidenziato, come si vedrà, un effetto di **parziale disarticolazione** della proposta originaria del consiglio di amministrazione. Pur senza alterarne radicalmente l'impianto complessivo, il voto sui singoli candidati ha determinato uno scostamento, seppur limitato, rispetto all'ordine e alla composizione originariamente delineati dal consiglio, confermando come il nuovo meccanismo sia idoneo a incidere, almeno in parte, sulla struttura interna della lista risultata vincente.

Un ulteriore profilo che emerge con chiarezza in entrambi i casi riguarda la configurazione degli esiti in termini di distribuzione dei seggi. Tanto nel caso MPS quanto in quello Banco BPM, la struttura finale del consiglio di amministrazione evidenzia la presenza di due blocchi principali, cui si affianca una rappresentanza minima della lista corta. Nel caso MPS, la composizione finale si articola secondo lo schema **8-6-1**, nel quale la lista risultata vincente esprime otto componenti, la lista del consiglio sei e la lista degli investitori istituzionali un solo rappresentante. Nel caso Banco BPM, la distribuzione dei seggi si configura invece secondo lo schema **10-4-1**, con dieci componenti espressi dalla lista del consiglio, quattro dalla lista del socio e uno dalla lista corta.

Questo dato merita di essere sottolineato, perché evidenzia come, in entrambe le assemblee, la lista classificatasi al secondo posto consegua comunque una rappresentanza non marginale, tale da incidere in modo significativo sugli equilibri interni dell'organo. In particolare, pur nella differenza tra i due casi – più marcata nel caso MPS, più contenuta in Banco BPM – la presenza di una seconda lista

strutturata si traduce in una composizione del consiglio caratterizzata dalla compresenza di più poli, ciascuno dotato di una propria consistenza numerica.

In questo quadro, appare altresì confermata la riduzione del ruolo delle liste corte che in entrambi i casi ottengono una rappresentanza limitata a un solo componente. Pur trattandosi di un dato che deve essere letto alla luce delle specifiche dinamiche assembleari, esso segnala come, in presenza di una competizione tra liste dotate di un numero significativo di candidati, lo spazio per le liste cosiddette istituzionali tenda a comprimersi.

Nel complesso, gli esiti delle due assemblee restituiscono un quadro nel quale convivono elementi di novità – quali la sconfitta della lista del CdA nel caso MPS e l'attivazione della votazione individuale nel caso Banco BPM – e dinamiche di distribuzione dei seggi che evidenziano il peso della configurazione delle liste e dei comportamenti assembleari. Tali elementi costituiscono una prima base di osservazione del funzionamento concreto del sistema, che sarà approfondita nei passaggi successivi con riferimento alle specifiche dinamiche emerse nei due contesti.

2. Il caso MPS: esito assembleare, struttura del voto e implicazioni sulla composizione e sul funzionamento del consiglio

L'esito dell'assemblea di Monte dei Paschi di Siena costituisce, sotto molteplici profili, il dato più significativo emerso in questa prima applicazione della nuova disciplina della lista del consiglio di amministrazione. Come già evidenziato, per la prima volta la lista del uscente uscente è risultata sconfitta nel confronto con una lista alternativa di soci, pur in presenza di raccomandazioni convergenti dei principali *proxy advisors* a suo favore. Questo dato assume un rilievo particolare non solo per la sua novità, ma per le modalità con cui si è determinato e per le dinamiche che lo hanno accompagnato.

Sotto il profilo quantitativo, l'assemblea ha registrato una partecipazione pari al **64,92% del capitale sociale**, che rappresenta il perimetro effettivo entro cui si è formato il voto. All'interno di tale ambito, la lista risultata vincente ha conseguito il **49,955% dei voti espressi**, pari al **32,43% del capitale complessivo**; la lista del consiglio di amministrazione si è attestata al **38,79% dei voti**, corrispondenti al **25,18% del capitale**, mentre la lista dei fondi ha raccolto il **6,94% dei voti espressi**, pari a circa il **4,50% del capitale sociale**. Questi dati evidenziano una competizione reale tra due poli principali, con uno

scarto significativo ma non tale da configurare una prevalenza assoluta o schiacciante.

Tuttavia, la lettura del dato numerico deve essere integrata con l'analisi della struttura del voto. Le cronache assembleari mostrano con chiarezza come l'esito sia stato, nella sostanza, determinato dal comportamento di un socio industriale titolare di circa il **17,5% del capitale sociale**, il cui orientamento ha inciso in modo decisivo sulla formazione della maggioranza assembleare. A questo si è aggiunto il contributo di un ulteriore socio, una banca con una partecipazione pari a circa il **3,7% del capitale**, che ha rafforzato la posizione della lista risultata vincente². Ne deriva che la sconfitta della lista del consiglio appare, in larga misura, il risultato di una scelta concentrata, più che l'espressione di una diffusa convergenza del mercato che per la verità – al netto del peso significativo dei due soci – si era espresso con uno scarto consistente a favore della lista del consiglio.

A questo primo livello di analisi deve tuttavia aggiungersi un ulteriore elemento, di carattere sostanziale, che contribuisce in modo significativo a spiegare la **vivacità del confronto assembleare**. La lista del socio poi risultata vincente non si limitava infatti a proporre una alternativa generica alla lista del consiglio, ma presentava una proposta di governo ben definita, nella quale era incluso, come si è già osservato, quale candidato amministratore delegato, il soggetto che ricopriva tale ruolo nella banca e che non era stato ricandidato nella lista del consiglio. Questo elemento ha inciso in modo rilevante sulla dinamica del voto, trasformando il confronto tra liste in un confronto diretto tra due opzioni strategiche e gestionali alternative.

In altri termini, la competizione non si è giocata soltanto sul piano della composizione del consiglio, ma ha assunto i tratti di una scelta tra continuità e discontinuità nella gestione, incarnata dalla presenza, in una delle liste, dell'amministratore delegato uscente non riproposto dal consiglio. È verosimile ritenere che tale circostanza abbia contribuito a catalizzare consensi intorno alla lista alternativa, rafforzandone la credibilità e la capacità di attrazione, e incidendo quindi in modo diretto sull'esito finale determinato comunque dal voto di due specifici soci.

² Ad un esame analitico dei dati risulta peraltro che, se si sottrae alla lista vincente il voto del secondo socio, quello al 3,7% (che rapportato al capitale presente del 64,92% valeva il 5,70%), e lo si assegna alla lista del consiglio, quest'ultima avrebbe, seppur di un'incollatura, prevalso. Si tratta di un dato che non sembra esser emerso nella stampa economica.

Questo dato consente anche di comprendere meglio perché le raccomandazioni dei *proxy advisors* non abbiano avuto carattere determinante. In presenza di un confronto così strutturato, nel quale una delle liste esprimeva una chiara proposta alternativa di *governance*, il voto degli azionisti si è orientato secondo logiche che trascendono il mero recepimento delle indicazioni dei *proxy advisors*, riflettendo invece una valutazione più ampia delle opzioni in campo.

La composizione finale del consiglio, articolata secondo lo schema **8-6-1**, riflette pienamente questa dinamica. La lista vincente esprime otto componenti, la lista del consiglio sei e la lista dei fondi un solo rappresentante. Tuttavia, tale risultato deve essere letto anche alla luce delle regole statutarie. Nel caso MPS, infatti, lo statuto non prevede un premio di maggioranza consistente in favore della lista prima classificata, ma si limita ad assicurarle una maggioranza numerica minima, lasciando poi al sistema proporzionale corretto il compito di distribuire i seggi.

Ne deriva che la lista vincente consegue una **prevalenza contenuta**, proprio perché il sistema non è costruito per rafforzarla in modo automatico. Questo aspetto appare ancora più evidente se confrontato con il modello Banco BPM, nel quale la lista prima classificata beneficia di un meccanismo che le assicura comunque una maggioranza più ampia e in parte predeterminata. Nel caso MPS, invece, la scelta statutaria conduce a un assetto più aperto, nel quale la lista seconda può conservare, come accaduto nel caso di specie, una presenza significativa e strutturale.

I sei componenti espressi dalla lista del consiglio rappresentano infatti una quota rilevante del consiglio, tale da incidere in modo concreto sugli equilibri interni. Ne deriva un organo caratterizzato dalla compresenza di due blocchi principali, numericamente non distanti, accanto a una rappresentanza residuale della lista dei fondi. In tale contesto, la dinamica decisionale non può che svilupparsi attraverso la costruzione di convergenze tra le diverse componenti.

Un ulteriore elemento di rilievo riguarda la presenza, all'interno del consiglio, di candidati riconducibili a entrambe le principali liste che erano stati indicati per ruoli apicali, inclusa la funzione di amministratore delegato. Anche sotto questo profilo, si configura una situazione inedita, nella quale convivono diverse linee di legittimazione e differenti impostazioni strategiche.

In questo quadro assume particolare importanza il tema della **nomina del presidente**. Nel caso di spe-

cie, tale materia era espressamente inserita all'ordine del giorno dell'assemblea. Tuttavia, il candidato indicato come presidente nella lista del consiglio, preso atto dell'esito della votazione, ha **rinunciato a candidarsi**, determinando una situazione nella quale l'assemblea si è trovata di fronte alla necessità di individuare una soluzione alternativa.

È stata quindi proposta all'assemblea – che l'ha **approvata a larga maggioranza** – la decisione di non procedere alla nomina del presidente in quella sede e di rinviare la scelta al consiglio di amministrazione, come consentito dallo statuto. Tale passaggio è di particolare rilievo, perché segna il trasferimento della decisione sull'assetto di vertice dall'assemblea al consiglio di amministrazione, in un contesto caratterizzato da una composizione articolata e priva di una maggioranza dominante.

La nomina del presidente diventa così il **primo banco di prova concreto della capacità del consiglio di esprimere una sintesi tra le diverse componenti**. In un organo composto secondo lo schema **8-6-1**, nel quale convivono amministratori espressione di liste diverse, la scelta delle cariche apicali richiede necessariamente la costruzione di convergenze. A differenza di altri modelli, nei quali il presidente è di fatto predeterminato dall'esito del voto di lista, nel caso MPS la sua individuazione è stata rimessa a una dinamica interna all'organo, che rifletterà gli equilibri effettivamente raggiunti tra i diversi gruppi.

Infine, deve essere segnalato anche l'effetto prodotto dalla disciplina in materia di equilibrio tra i generi, che ha reso necessario, con riferimento alla lista del consiglio, uno scorrimento verso il basso della graduatoria dei candidati, determinando l'esclusione di alcuni nominativi collocati in posizioni più elevate. Anche questo elemento contribuisce a evidenziare come la composizione finale del consiglio sia il risultato dell'interazione tra voto assembleare e vincoli normativi.

Nel complesso, il caso MPS si caratterizza dunque per una combinazione di fattori che ne spiegano la specificità: la sconfitta della lista del consiglio, determinata in larga misura dal voto di due soci rilevanti; la presenza, nella lista alternativa, di una proposta di *governance* forte, incarnata anche dalla candidatura dell'amministratore delegato uscente non ricandidato dal consiglio; una disciplina statutaria che non attribuisce un premio di maggioranza consistente alla lista vincente; una composizione del consiglio articolata e non polarizzata; e la centralità delle dinamiche consiliari, a partire dalla nomina del presidente, nel definire gli equilibri futuri dell'organo.

3. Il caso Banco BPM: esito assembleare, seconda votazione e primi riscontri applicativi

L'assemblea di Banco BPM offre un quadro applicativo per certi versi differente rispetto a quello esaminato nel caso MPS, pur inserendosi nel medesimo contesto di prima attuazione della nuova disciplina della lista del consiglio di amministrazione. In questo caso, infatti, la lista del consiglio uscente risulta vincente, ma ciò che rileva non è soltanto l'esito in sé, quanto le modalità attraverso le quali esso si è tradotto nella composizione del consiglio e, soprattutto, l'attivazione della seconda votazione individuale sui candidati.

Sotto il profilo numerico, l'assemblea ha registrato una partecipazione pari al **74,45% del capitale sociale**, dato sensibilmente più elevato rispetto a quello osservato nel caso MPS e che evidenzia un forte coinvolgimento dell'azionariato nella decisione. All'interno di questo perimetro, la lista del consiglio ha conseguito il **58,87% dei voti espressi**, pari al **43,82% del capitale complessivo**; la lista del socio si è attestata al **30,9% dei voti**, corrispondente al **23,01% del capitale sociale**, mentre la lista dei fondi ha raccolto circa l'**8% dei voti espressi**, pari al **5,9% del capitale**.

Questi dati evidenziano un distacco tra la lista del CdA e la seconda lista significativamente più ampio rispetto a quanto osservato nel caso MPS. La lista del consiglio si colloca infatti su una soglia prossima al 60% dei voti espressi, mentre la lista del socio resta attestata attorno al 30%. Tuttavia, per comprendere pienamente il significato di tale scarto, occorre considerare anche la configurazione delle liste presentate. A differenza del caso MPS, infatti, la lista del socio non era una lista "lunga" in grado di esprimere autonomamente una maggioranza del consiglio, ma neppure una lista corta: essa indicava **sette candidati**, configurandosi dunque come una lista intermedia, idonea a esprimere una presenza significativa ma non a contendere integralmente il governo dell'organo.

Questo elemento, unitamente alla disciplina statutaria applicabile, contribuisce a spiegare la distribuzione finale dei seggi. Il risultato, articolato secondo lo schema **10-4-1**, vede infatti **dieci amministratori espressi dalla lista del CdA, quattro dalla lista del socio e uno dalla lista dei fondi**. In questo caso, la maggiore distanza numerica tra la lista prima e quella seconda non è soltanto il riflesso delle percentuali di voto, ma è anche il prodotto delle regole statutarie, che assicurano alla lista risultata vincente una maggioranza significativa già in via preventiva. Come già evidenziato, nel modello Banco BPM la

lista prima classificata è destinata a conseguire comunque una quota rilevante di seggi – in concreto non inferiore a nove su quindici – il che contribuisce a rafforzare il divario rispetto alle altre liste.

Ne deriva che, a differenza del caso MPS, nel quale la prevalenza della lista vincente si presenta più contenuta, nel caso Banco BPM la lista del consiglio consegue una posizione nettamente dominante all'interno del consiglio. Ciò non esclude la presenza di una componente alternativa, rappresentata dai quattro amministratori espressi dalla lista del socio, ma riduce significativamente la capacità di quest'ultima di incidere sugli equilibri complessivi dell'organo.

L'elemento di maggiore interesse, tuttavia, non risiede tanto nella distribuzione dei seggi quanto nell'attivazione, per la prima volta, della **seconda votazione individuale sui candidati della lista del consiglio**. Come noto, tale votazione interviene una volta individuata la lista vincente e consente all'assemblea di esprimersi sui singoli candidati inclusi nella lista, determinando in concreto quali di essi entreranno a far parte del consiglio.

Un aspetto particolarmente rilevante, sul piano del funzionamento del meccanismo, è che alla seconda votazione partecipano **tutti i soci che hanno votato sulle liste**, e non soltanto quelli che avevano votato la lista del consiglio nella prima votazione. Ciò significa che anche i soci che avevano sostenuto le altre liste hanno potuto esprimersi sui singoli candidati della lista vincente, incidendo potenzialmente sulla sua composizione finale. Questo dato assume una rilevanza concreta notevole, poiché amplia significativamente la platea dei soggetti che possono influenzare la selezione dei singoli amministratori.

In tale contesto si inseriscono le indicazioni formulate dai *proxy advisors*, che, come si ricorderà, avevano raccomandato il voto per la lista del consiglio ma, almeno in uno dei casi, avevano espresso valutazioni critiche su specifici candidati, suggerendo di votare contro due nominativi inclusi nella lista, tra cui il candidato indicato per la carica di vicepresidente. La seconda votazione rappresentava, dunque, il momento nel quale tali indicazioni avrebbero potuto tradursi in effetti concreti sulla composizione del consiglio.

L'esito della votazione individuale mostra, tuttavia, un risultato solo **parzialmente allineato** a tali raccomandazioni. Rispetto all'elenco originariamente proposto dal consiglio, si registra infatti la **sola esclusione del candidato indicato come vicepresidente**, mentre tutti gli altri candidati sono stati eletti,

incluso l'altro nominativo rispetto al quale uno dei *proxy advisors* aveva espresso una valutazione negativa. Questo dato evidenzia come la seconda votazione abbia determinato una **disarticolazione limitata** della proposta originaria del consiglio, incidendo su un singolo nominativo, ma lasciando sostanzialmente invariato l'impianto complessivo della lista.

Un ulteriore elemento che occorre sottolineare riguarda l'assenza, allo stato, di dati analitici sulle modalità di voto dei singoli soci nella seconda votazione. In mancanza – al momento – del verbale, non è possibile ricostruire con precisione come si siano distribuiti i voti tra i diversi candidati e quale sia stato il comportamento dei soci che non avevano sostenuto la lista del consiglio nella prima votazione. Questo aspetto assume rilievo non secondario, poiché la comprensione delle dinamiche di voto nella seconda fase è essenziale per valutare il funzionamento effettivo del meccanismo e il grado di incidenza dei diversi attori.

Ciò che emerge, tuttavia, è che la seconda votazione non ha determinato una revisione radicale della proposta del consiglio, ma ha prodotto un effetto selettivo limitato. Questo dato può essere letto in diversi modi. Da un lato, esso segnala che la lista del consiglio ha mantenuto un elevato grado di coesione e di consenso anche nella fase di voto individuale; dall'altro, esso evidenzia come le indicazioni dei *proxy advisors*, pur incidendo su specifici candidati, non abbiano condotto a una riorganizzazione complessiva della lista.

In questa prospettiva, la seconda votazione si configura come uno strumento potenzialmente incisivo, ma il cui impatto concreto dipende da una pluralità di fattori, tra cui la distribuzione dei voti, il comportamento dei soci e la forza delle indicazioni espresse dagli intermediari di mercato. Nel caso Banco BPM, tale strumento ha prodotto un effetto visibile, ma contenuto, confermando che la lista del consiglio, una volta risultata vincente, mantiene comunque una significativa capacità di determinare la composizione dell'organo.

Resta infine il tema, già affrontato in altra sede, relativo al ruolo dei *proxy advisors* e ai criteri da essi utilizzati nella valutazione dei singoli candidati. Come osservato, tali indicazioni sembrano in molti casi privilegiare il profilo dell'indipendenza, inteso in senso sostanziale, quale parametro centrale di giudizio. Questa impostazione, pur comprensibile sotto il profilo della tutela della *governance*, appare

suscettibile di rilievi critici nella misura in cui tende a porre in secondo piano altri elementi, quali la competenza, l'esperienza e la conoscenza dell'impresa.

Nel caso Banco BPM, la limitata incidenza delle indicazioni negative espresse dai *proxy advisors* su alcuni candidati può essere letta anche alla luce di questo profilo: il mercato, pur tenendo conto delle raccomandazioni ricevute, non sembra averle seguite in modo automatico, operando una selezione che, nel complesso, ha confermato l'impostazione originaria della lista del consiglio.

In definitiva, il caso Banco BPM offre un primo riscontro concreto del funzionamento della seconda votazione individuale, evidenziando come essa possa incidere sulla composizione del consiglio, ma anche come tale incidenza possa risultare, almeno in una prima applicazione, contenuta. Al tempo stesso, esso conferma il ruolo delle regole statutarie nella determinazione della distribuzione dei seggi e la rilevanza della configurazione delle liste nel definire gli equilibri complessivi dell'organo.

4. Considerazioni conclusive: prime evidenze e profili aperti della nuova disciplina

Alla luce delle risultanze esaminate, appare opportuno concludere l'analisi mantenendo un atteggiamento di cautela interpretativa. La prima applicazione concreta della nuova disciplina della lista del consiglio di amministrazione offre infatti indicazioni significative, ma non ancora tali da consentire una valutazione definitiva sull'efficienza complessiva del sistema. Ciò vale in particolare con riferimento a uno degli elementi più innovativi della riforma, ossia la seconda votazione individuale sui candidati della lista del consiglio, il cui funzionamento è stato possibile osservare solo in uno dei due casi esaminati, e comunque in un contesto specifico che non consente di trarne generalizzazioni.

In questo senso, il quadro che emerge è ancora necessariamente parziale. Non si è infatti potuto verificare in modo pieno, in entrambe le situazioni considerate, l'impatto sistemico della seconda votazione, né valutare come essa possa incidere, in contesti diversi, sulla composizione dell'organo amministrativo e sugli equilibri tra le diverse componenti dell'azionariato. La stessa esperienza di Banco BPM, pur offrendo un primo riscontro concreto, evidenzia un effetto di disarticolazione limitato, che richiede ulteriori applicazioni per essere compreso nella sua portata effettiva.

Ciò nondimeno, alcuni elementi di rilievo emergono con sufficiente chiarezza e meritano di essere sot-

tolineati. In primo luogo, la disciplina della lista del consiglio di amministrazione, che in sede teorica era stata talora considerata come uno strumento destinato a incontrare difficoltà applicative – se non addirittura a rimanere lettera morta – ha invece dimostrato, in questa prima applicazione, una capacità effettiva di operare all'interno del sistema.

In particolare, il caso MPS – seppur con le peculiarità messe in risalto – mostra come la lista del consiglio possa essere effettivamente messa in discussione e, per la prima volta, superata da una lista alternativa dotata di adeguata consistenza. Si tratta di un dato che, più che confermare o smentire ipotesi teoriche, evidenzia la concreta apertura del sistema a dinamiche competitive tra diverse proposte di governo dell'impresa. Al tempo stesso, il caso Banco BPM dimostra come la lista del consiglio, ove risulti vincente, mantenga una posizione centrale anche nell'individuazione dei singoli amministratori, pur essendo soggetta a un "controllo" attraverso la votazione individuale sui candidati.

Un secondo elemento che emerge riguarda la qualità della dialettica assembleare. In entrambi i casi esaminati, la presenza di più liste – e, in particolare, di liste alternative dotate di una struttura significativa – ha dato luogo a un confronto articolato, nel quale le diverse opzioni di *governance* sono state poste effettivamente in competizione. Questo dato appare di particolare interesse, perché segnala come il sistema sia in grado di ospitare una pluralità di posizioni e di consentire agli azionisti di esprimere scelte non meramente formali, ma sostanziali.

In tale contesto, la lista del consiglio non si presenta come un elemento di rigidità, ma come uno degli strumenti attraverso cui si articola la competizione. Essa contribuisce, infatti, a definire un punto di riferimento per il confronto assembleare, senza escludere la possibilità che emergano alternative credibili e, come si è visto, anche vincenti. In questo senso, il sistema sembra in grado di coniugare, almeno sul piano operativo, la presenza di una proposta proveniente dall'organo uscente con la possibilità di un'effettiva contendibilità.

Un ulteriore profilo riguarda il ruolo dei diversi attori coinvolti nel processo assembleare. I casi esaminati mostrano come l'esito delle votazioni sia il risultato dell'interazione tra molteplici fattori: la struttura delle liste, le regole statutarie, il comportamento dei soci rilevanti, le indicazioni dei *proxy advisors* e, non da ultimo, le scelte compiute in sede assembleare e consiliare. In questo quadro, nessun elemento

appare, di per sé, determinante in via esclusiva; al contrario, è la combinazione di tali fattori a definire il risultato finale.

Proprio con riferimento alla seconda votazione individuale, emerge tuttavia un profilo che può essere qualificato, almeno in questa fase, come potenzialmente distonico rispetto alla logica complessiva del sistema. Come si è visto nel caso Banco BPM, alla votazione sui singoli candidati partecipano tutti i soci presenti in assemblea, ivi compresi quelli che non hanno votato la lista del consiglio nella prima votazione. Ciò significa che soggetti che hanno espresso una preferenza per liste alternative possono incidere direttamente sulla selezione dei candidati della lista risultata vincente.

Questo elemento solleva interrogativi non secondari sul piano sistematico. Se la prima votazione individua la lista destinata a esprimere la maggioranza del consiglio, la seconda votazione, così configurata, consente anche a chi non ha sostenuto quella lista di intervenire sulla sua composizione interna, potenzialmente incidendo sugli equilibri che essa intendeva esprimere. Ne deriva una tensione tra la logica di selezione della lista e quella di selezione dei candidati, che merita di essere attentamente valutata.

È noto che tale soluzione trova fondamento nella disciplina regolamentare e, in particolare, in un'interpretazione suggerita dal Consiglio di Stato, che ha ritenuto maggiormente coerente con il quadro normativo la partecipazione di tutti i soci alla seconda votazione. Tuttavia, proprio alla luce delle prime applicazioni concrete, non può escludersi che su questo punto si possa tornare a riflettere, anche per verificare se l'attuale configurazione realizzi in modo equilibrato gli obiettivi perseguiti dal legislatore.

Alla luce di tali considerazioni, appare dunque opportuno sospendere, in questa fase, ogni giudizio definitivo sull'efficienza del sistema. La nuova disciplina della lista del consiglio si trova ancora in una fase iniziale di applicazione, e sarà necessario osservare ulteriori casi per comprendere appieno le sue implicazioni e il suo impatto sul funzionamento della *governance* societaria.

Ciò che può dirsi, tuttavia, è che il sistema ha dimostrato, sin da questa prima applicazione, una capacità effettiva di operare. La lista del consiglio così come disciplinata dalla legge Capitali, lungi dall'essere uno strumento "morto", si è rivelata un elemento attivo della dinamica assembleare, contribuendo a

strutturare il confronto tra le diverse opzioni e, in un caso, risultando vincente, e nell'altro – forse ancor più significativamente – risultando per la prima volta sconfitta.

In definitiva, più che fornire risposte definitive, i casi esaminati restituiscono l'immagine di un sistema in movimento, nel quale le regole introdotte dalla riforma si confrontano con la complessità delle dinamiche assembleari e con la pluralità degli interessi in gioco. Sarà proprio l'evoluzione della prassi a chiarire se e in quale misura tale sistema sarà in grado di trovare un punto di equilibrio stabile tra esigenze di funzionalità dell'organo amministrativo e apertura al confronto tra diverse proposte di governo dell'impresa.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

