

APPROFONDIMENTI

Lista del consiglio e governo dell'impresa: i casi Banco BPM e MPS

Tra architettura normativa e dinamiche assembleari

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. Introduzione

L'analisi che segue si propone di esaminare la disciplina della lista del consiglio di amministrazione alla luce delle sue prime applicazioni concrete, rappresentate dai casi di Banco BPM e di Monte dei Paschi di Siena alle prese con il rinnovo degli organi sociali (in particolare per quanto qui rileva, il consiglio di amministrazione) rispettivamente il prossimo 16 e 15 aprile 2026. L'indagine, dopo una breve iter "storico" sui tempi in cui si è snodato il percorso normativo, muove dall'esame delle rispettive clausole statutarie, così come adeguate alla nuova disciplina introdotta dalla Legge Capitali e dalle disposizioni attuative della Consob, per poi concentrarsi sulle dinamiche che si sono determinate in concreto a seguito della presentazione delle liste.

In particolare, l'attenzione sarà rivolta alla fase immediatamente successiva al deposito delle liste e antecedente allo svolgimento delle votazioni assembleari, al fine di cogliere le implicazioni strutturali dei modelli adottati senza che l'analisi risulti in qualche modo condizionata o "falsata" dagli esiti elettorali effettivamente registrati. L'esame, condotto sulla base delle liste presentate – che in entrambi i casi risultano essere tre – consente infatti già di articolare una serie di scenari concreti, particolarmente interessanti e stimolanti, idonei a mettere in luce le possibili configurazioni degli equilibri consiliari.

Solo in un momento successivo, e su basi così ricostruite, sarà possibile tornare sugli esiti concreti delle votazioni, al fine di verificare in che misura essi abbiano confermato o, eventualmente, smentito le dinamiche desumibili in via teorica dall'impianto normativo e statutario.

2. La lista del consiglio di amministrazione tra intervento legislativo e attuazione regolamentare

L'introduzione della lista del consiglio di amministrazione nel sistema delle società quotate italiane rappresenta uno degli sviluppi più significativi – e al contempo più controversi – del diritto societario recente. L'art. 12 della l. 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), inserendo nel TUF l'art. 147-ter.1 – non toccato dalla Riforma del TUF il cui testo è stato approvato dal Consiglio dei Ministri in data 27 marzo 2026 ed è in attesa di pubblicazione sulla *Gazzetta Ufficiale* – ha infatti trasformato in istituto normativamente tipizzato una prassi già da tempo diffusa nelle principali società quotate, segnatamente in contesti caratterizzati da azionariato diffuso o da assetti proprietari non rigidamente concentrati.

Prima della riforma, la presentazione di liste da parte del consiglio uscente era ritenuta ammissibile sulla base di una lettura evolutiva del sistema, ma rimaneva priva di un fondamento legislativo espresso, con conseguenti incertezze sul piano della legittimazione e, soprattutto, dei limiti. L'intervento del legislatore ha dunque inteso colmare tale lacuna, riconoscendo formalmente il ruolo del consiglio nella selezione dei candidati e, più in generale, nel processo di formazione dell'organo amministrativo.

Tuttavia, la scelta di positivizzare l'istituto non si è tradotta in una mera presa d'atto della prassi, ma ha dato luogo a una disciplina articolata e per molti versi fortemente condizionata da un evidente atteggiamento di diffidenza nei confronti dell'organo uscente. In tale prospettiva, il legislatore ha costruito un modello che, pur legittimando la lista del consiglio, ne limita e ne proceduralizza l'operatività attraverso una serie di condizioni e meccanismi non rinvenibili nella disciplina delle liste dei soci.

In particolare, la previsione della necessità di una base statutaria, l'introduzione di un *quorum* rafforzato per la deliberazione del consiglio e, soprattutto, il peculiare meccanismo della seconda votazione individuale sui candidati – attivabile, come noto, solo nel caso in cui la lista del consiglio risulti maggioritaria – evidenziano la volontà del legislatore di sottoporre l'iniziativa del consiglio a un controllo assembleare particolarmente incisivo.

È proprio quest'ultimo profilo a segnare la maggiore distanza rispetto al modello tradizionale del voto di lista. La seconda votazione individuale introduce infatti una dinamica inedita, nella quale l'assemblea è chiamata a esprimersi non soltanto sulla lista nel suo complesso, ma anche sui singoli candidati proposti dal consiglio, con potenziali effetti di disarticolazione della lista stessa e, più in generale, sulla stabilità del futuro *board*.

La complessità della disciplina emerge con particolare evidenza ove si consideri che la norma legislativa non era autosufficiente, ma rinviava in misura significativa all'intervento regolamentare della Consob, cui era affidato il compito di definire le modalità attuative del nuovo sistema. Proprio su questo terreno si è registrato uno scarto significativo tra la tempistica legislativa e la concreta evoluzione del quadro normativo.

La Legge Capitali, infatti, prevedeva che la Consob adottasse il regolamento attuativo entro il termine di trenta giorni dall'entrata in vigore della disposizione, termine che appariva già in origine difficilmen-

te compatibile con la complessità delle questioni da affrontare. L'Autorità ha avviato il procedimento regolamentare attraverso successive consultazioni con il mercato, segno evidente delle difficoltà interpretative poste dalla nuova disciplina.

Tuttavia, quando il processo regolamentare appariva ormai prossimo alla conclusione, la Consob ha adottato una scelta del tutto peculiare, sospendendo *l'iter* e sottoponendo al Consiglio di Stato una richiesta di parere su alcuni snodi applicativi particolarmente critici. Si tratta di un passaggio anomalo nella prassi dell'Autorità, tanto più significativo in quanto intervenuto in una fase avanzata del procedimento.

I profili sottoposti al vaglio del Consiglio di Stato riguardavano, in particolare: (i) l'individuazione della platea dei soggetti legittimati a partecipare alla seconda votazione individuale, e dunque se essa dovesse essere aperta a tutti i soci presenti ovvero limitata ai soli soci che avessero votato la lista del consiglio; (ii) il coordinamento tra tale votazione e il meccanismo complessivo di attribuzione dei seggi; (iii) la compatibilità dell'impianto con i principi generali del voto di lista.

All'esito di tale interlocuzione, la Consob ha quindi adottato il regolamento attuativo con delibera del 29 ottobre 2025, determinando un significativo slittamento dell'operatività della riforma. Ne è derivato che la nuova disciplina non ha trovato applicazione nelle assemblee del 2025 – come pure inizialmente ipotizzato – ma si è concretamente manifestata solo nelle tornate assembleari del 2026.

In tale contesto, parte della dottrina – tra cui il sottoscritto – aveva prospettato il rischio che la complessità della disciplina e le incertezze applicative potessero scoraggiare gli operatori dal farvi ricorso. I primi sviluppi empirici sembrano tuttavia offrire un'indicazione diversa: due tra i principali gruppi bancari italiani, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena – rispettivamente terzo e quarto operatore nazionale – hanno fatto applicazione della nuova disciplina, procedendo previamente alle necessarie modifiche statutarie per recepirla e adattarla ai rispettivi assetti di *governance*.

È proprio attraverso l'analisi di tali esperienze che la riforma può essere oggi sottoposta alla sua prima, concreta prova applicativa.

3. Due modelli a confronto: Banco BPM e MPS

Il meccanismo statutario adottato da Banco BPM, nell'art. 20, in materia di lista del consiglio di amministrazione, come si vedrà, si colloca in una posizione pienamente coerente con il quadro normativo delineato dall'art. 147-ter.1 TUF, ma al contempo ne rappresenta una declinazione ampia e, per certi versi, favorevole alla stabilità della *governance*. La disciplina legislativa e regolamentare, infatti, si limita a fissare alcuni principi cardine – in particolare, la necessità che la lista del consiglio, se risultata prima, esprima comunque la maggioranza degli amministratori e che alle minoranze sia riservata una quota proporzionale non inferiore a determinate soglie – lasciando agli statuti un margine significativo di modulazione concreta del riparto.

In tale spazio di discrezionalità, lo statuto Banco BPM, all'art. 20.5, opera una scelta netta: garantire in ogni caso alla lista del consiglio – laddove risulti la più votata – una maggioranza solida, ancorché non rigida. Anche nello scenario di massima espansione delle minoranze, queste ultime possono conseguire al più sei seggi su quindici, con la conseguenza che la lista del consiglio conserva comunque almeno nove amministratori e, quindi, il controllo dell'organo. Si tratta di una soluzione che, pur rispettando il dettato normativo – il quale richiede che la maggioranza dei nuovi amministratori sia tratta dalla lista del consiglio, laddove sia la più votata – ne accentua la portata, traducendola in una soglia minima particolarmente elevata.

Al tempo stesso, tuttavia, lo statuto mostra un significativo grado di apertura nei confronti delle liste concorrenti. Il meccanismo degli scaglioni consente infatti alle prime due liste di minoranza, se dotate di un peso elettorale consistente, di esprimere fino a sei componenti del consiglio, cioè una quota non trascurabile dell'organo. In questo senso, il sistema Banco BPM realizza un equilibrio peculiare: da un lato, assicura una maggioranza strutturalmente stabile alla lista del consiglio, laddove sia la più votata; dall'altro, riconosce alle minoranze "forti" una rappresentanza significativa e crescente al crescere del consenso elettorale.

Ne emerge un modello che può essere definito come un proporzionale fortemente corretto in senso maggioritario: la legge e la delibera Consob fissano i vincoli minimi, ma lo statuto li utilizza per costruire un assetto nel quale la contendibilità dell'organo non mette mai in discussione la stabilità della

maggioranza, pur consentendo una presenza articolata delle componenti alternative.

Occorre peraltro sottolineare che il meccanismo che attribuisce una solida maggioranza alla lista prima classificata si applica non solo al caso in cui sia la lista del consiglio la più votata, ma anche al caso speculare in cui la lista che raccoglie il maggior numero di voti sia una presentata dai soci.

Al contrario, lo statuto di MPS, nell'art. 15, appare ispirato a una logica sensibilmente diversa, più aderente al dato proporzionale e meno orientata a una predeterminazione rigida della maggioranza. In esso, infatti, il punto di equilibrio non è costruito attraverso soglie fisse di attribuzione dei seggi, ma mediante un meccanismo che valorizza direttamente il risultato elettorale conseguito dalle singole liste, pur entro alcuni correttivi di sistema.

In particolare, la lista prima classificata (che sia quella del consiglio od una presentata dai soci) consegue una maggioranza che non è predeterminata *ex ante* in termini numerici, ma dipende dal rapporto tra i voti ottenuti e quelli delle altre liste. Il sistema, tuttavia, introduce un duplice limite: da un lato, un *floor*, rappresentato dalla regola generale per cui la lista prima, sia che sia quella del consiglio, sia che sia una presentata da soci, ottiene comunque almeno la metà più uno degli amministratori; dall'altro, un *cap*, costituito dal limite secondo cui alle liste di minoranza, qualora quella maggioritaria sia quella del consiglio, non possono essere attribuiti complessivamente più della metà meno uno dei seggi.

A ciò si aggiunge la previsione, anch'essa di carattere generale, che garantisce in ogni caso alle minoranze una presenza minima di due amministratori laddove la prima lista sia quella dei soci e del 20% quando la lista vincente sia quella del Consiglio. Ne deriva un modello nel quale la maggioranza della lista del consiglio – laddove prima classificata – è assicurata, ma non rigidamente predeterminata, risultando invece modulata in funzione del consenso elettorale, mentre alle minoranze è riconosciuta una rappresentanza che può espandersi o contrarsi entro i limiti fissati dallo statuto.

Rispetto al modello Banco BPM, emerge dunque una differenza significativa: mentre quest'ultimo costruisce una maggioranza "strutturata" attraverso soglie prefissate, lo statuto MPS si limita a fissare i limiti esterni del sistema – minimo per la maggioranza, minimo e massimo per le minoranze – lasciando che sia il meccanismo proporzionale a determinare in concreto l'ampiezza degli equilibri consiliari. Ne risulta un assetto più flessibile e maggiormente sensibile alla dinamica del voto assembleare.

4. Il caso Banco BPM: architettura statutaria e dinamiche applicative alla luce delle tre liste presentate (una “lunga” del consiglio, una “corta, ma non troppo” da parte di un socio rilevante ed una “corta” dei fondi).

4.1 Meccanismo di allocazione dei seggi e ruolo della lista prima classificata

Il sistema di nomina del consiglio di amministrazione delineato dallo statuto di Banco BPM si fonda su un modello unitario di riparto dei seggi, nel quale assume rilievo centrale la posizione della lista prima classificata, indipendentemente dal fatto che essa sia espressione del consiglio uscente o dei soci. L'art. 20.5 dello statuto prevede, infatti, un meccanismo che attribuisce alla lista risultata più votata una quota maggioritaria dei seggi, modulata in funzione della distribuzione dei consensi tra le altre liste concorrenti.

In particolare, la disciplina statutaria stabilisce che una quota predeterminata di amministratori sia riservata alle liste diverse da quella prima classificata, individuate nelle prime due per numero di voti, secondo un sistema di scaglioni percentuali costruito sulla base della somma dei voti da queste ottenuti. Il numero complessivo di seggi attribuiti alle liste di minoranza oscilla entro un intervallo definito, mentre i restanti seggi sono assegnati alla lista prima classificata. Ne deriva un meccanismo nel quale la consistenza della maggioranza consiliare non è fissata in via rigida *ex ante*, ma viene determinata *ex post* in funzione della forza elettorale delle liste concorrenti.

La ripartizione interna dei seggi spettanti alle liste diverse da quella prima classificata avviene secondo il metodo dei quozienti, in coerenza con una logica proporzionale limitata a tale sottoinsieme di liste. In tal modo, il sistema combina un criterio maggioritario nella determinazione della posizione della lista vincente con un criterio proporzionale nella distribuzione dei seggi tra le liste di minoranza.

Resta ferma, inoltre, la previsione di una votazione individuale sui candidati appartenenti alla lista prima classificata, qualora questa sia espressione del consiglio uscente. Tale meccanismo non incide sul numero complessivo di amministratori spettanti alla lista, già determinato secondo i criteri sopra indicati, ma consente all'assemblea di incidere sulla selezione dei singoli candidati, introducendo un elemento di apertura all'interno di una lista altrimenti bloccata.

Il modello statutario si caratterizza, pertanto, per una struttura nella quale la competizione tra liste si traduce nella selezione di un soggetto destinatario di una maggioranza variabile, mentre la rappresentanza delle minoranze è garantita entro limiti predeterminati e secondo criteri proporzionali. Ne emerge un assetto che, pur non rinunciando a elementi di contendibilità, è chiaramente orientato a favorire la formazione di una maggioranza consiliare stabile in capo alla lista risultata vincente.

4.2 Configurazione concreta delle liste e vincoli normativi sulla loro composizione.

Nel caso Banco BPM risultano presentate tre liste, caratterizzate da una significativa eterogeneità sotto il profilo numerico, che, pur non incidendo sulla struttura normativa del sistema, può assumere rilievo sul piano applicativo.

La lista del consiglio di amministrazione è composta da venti candidati, a fronte di un organo da rinnovare pari a quindici membri. Tale sovradimensionamento non è casuale, ma risponde a un preciso vincolo normativo: la disciplina della lista del consiglio richiede infatti che il numero dei candidati sia superiore a quello degli amministratori da eleggere, in misura almeno pari a un terzo, al fine di consentire l'operatività della votazione individuale sui candidati prevista dalla legge nel caso in cui la lista del consiglio risulti la più votata. La presenza di un numero eccedente di nominativi consente all'assemblea di esprimere una preferenza sui singoli candidati all'interno della lista, determinando così una selezione interna tra soggetti appartenenti alla medesima lista.

La seconda lista, espressione di un azionista rilevante (Credit Agricole), è invece composta da sette candidati. Essa si colloca dunque al di sotto della soglia della maggioranza assoluta del consiglio (pari a otto componenti), con la conseguenza che, anche ove risultasse la più votata, non potrebbe in ogni caso esprimere da sola una maggioranza consiliare.

La terza lista, riferibile a investitori istituzionali, è composta da tre candidati. Si tratta di una lista strutturalmente limitata, idonea a concorrere esclusivamente per una rappresentanza minoritaria.

Questa configurazione differenziata delle liste non altera, sul piano formale, il funzionamento del sistema statutario, che resta ancorato a una disciplina speciale. Tuttavia, essa può assumere rilievo sul piano degli esiti concreti.

In particolare, il numero dei candidati presentati da ciascuna lista costituisce un limite oggettivo alla capacità della stessa di tradurre il consenso elettorale in seggi. Ne deriva che, in presenza di liste numericamente contenute, l'eventuale attribuzione teorica di un numero di seggi superiore a quello dei candidati disponibili non potrebbe trovare piena attuazione. In tal senso, mentre la lista del consiglio, per ampiezza, è in grado di coprire integralmente i seggi conseguibili, le altre liste risultano, per costruzione, soggette a un limite strutturale, che può incidere sugli esiti concreti del riparto pur in presenza di un sistema proporzionale "corretto".

4.3 Il meccanismo concreto in caso di prevalenza della lista del consiglio

Restando nel primo macro-scenario, cioè quello in cui la lista del consiglio risulta la più votata, lo statuto Banco BPM costruisce – come si è visto – un sistema a maggioranza variabile. La regola di base è che, in tale ipotesi, i seggi spettanti alle liste diverse da quella arrivata prima non sono sempre uguali, ma variano da tre a sei in funzione del peso elettorale complessivo delle prime due liste di minoranza. Più precisamente, se il totale dei voti raccolti dalle prime due liste diverse da quella vincente non supera il 20% dei voti espressi, alle minoranze spettano 3 consiglieri; se tale totale supera il 20% ma non il 35%, spettano 4 consiglieri; se supera il 35% ma non il 50%, spettano 5 consiglieri; se supera il 50%, spettano 6 consiglieri. I seggi così attribuiti alle minoranze sono poi distribuiti fra le liste diverse da quella del consiglio mediante il metodo dei quozienti. Inoltre, poiché la lista del consiglio è stata formata con venti candidati, essa può assorbire integralmente il numero di seggi che le venga attribuito in ciascuno di questi scenari.

Nel primo caso, quello in cui alle minoranze spettano 3 componenti, la lista del consiglio ottiene i restanti 12 seggi. Questo è il caso di minore incidenza delle liste concorrenti: il loro peso aggregato è contenuto entro il 20% e, perciò, la maggioranza consiliare della lista del consiglio risulta particolarmente ampia. I tre seggi di minoranza vengono poi ripartiti tra le altre liste con metodo D'Hondt. In astratto, il riparto potrà essere 2 e 1, oppure anche 3 e 0, a seconda dei rapporti di forza tra le due liste diverse da quella del consiglio.

Nel secondo caso, quando il totale dei voti delle prime due liste di minoranza supera il 20% ma non il 35%, alle minoranze spettano 4 seggi e, di conseguenza, la lista del consiglio scende a 11 seggi. Anche

qui il riparto interno fra le liste concorrenti avviene secondo il metodo dei quozienti. In via teorica, il risultato più frequente è 3 a 1 oppure 2 a 2, ma non può escludersi che una delle due liste concentri su di sé l'intero pacchetto dei quattro seggi, se l'altra resti sotto la soglia del 3% o risulti troppo debole nel gioco dei quozienti.

Nel terzo caso, se la somma dei voti delle prime due liste di minoranza è superiore al 35% ma non al 50%, alle minoranze spettano 5 seggi e la lista del consiglio ne conserva 10. Qui il sistema inizia a produrre una compressione sensibile della maggioranza consiliare della lista del consiglio, che rimane comunque pienamente maggioritaria. Anche in tale scenario, i cinque seggi di minoranza si distribuiscono proporzionalmente tra le liste diverse da quella arrivata prima. La regola resta la medesima: non vi è una ripartizione prefissata, ma un'applicazione pura del metodo dei quozienti all'interno del blocco dei seggi spettanti alle minoranze.

Nel quarto caso, infine, se il totale dei voti delle prime due liste di minoranza supera il 50% dei voti espressi, alle minoranze spettano 6 seggi e la lista del consiglio conserva soltanto 9 seggi. Si tratta dell'ipotesi di massima espansione della rappresentanza minoritaria prevista dallo statuto e, specularmente, dell'ipotesi di minima consistenza della maggioranza del consiglio. Anche in questo caso, tuttavia, la lista del consiglio rimane maggioritaria, poiché su quindici componenti nove assicurano comunque il controllo dell'organo. I sei seggi attribuiti alle minoranze vengono poi ripartiti tra le liste concorrenti con il metodo D'Hondt, sempre nel rispetto della soglia del 3% prevista dallo statuto per partecipare al riparto, salvo il caso particolare del primo scaglione, nel quale rilevano comunque le prime due liste di minoranza.

Il tratto più significativo del sistema è dunque questo: quando la lista del consiglio è prima, la sua maggioranza è garantita, ma non rigida. Essa oscilla da dodici a nove seggi in funzione della forza elettorale complessiva delle prime due liste di minoranza. Ne deriva un modello nel quale lo statuto non si limita a stabilire chi vince, ma disciplina anche l'ampiezza della vittoria, costruendo una maggioranza consiliare elastica, pur sempre interna a un assetto che assicura il primato della lista del consiglio.

4.4 Limiti fattuali alla proporzionalità: la rilevanza della capienza delle liste

Scendendo dal piano astratto a quello concreto, il funzionamento del sistema statutario Banco BPM va ora letto alla luce di un dato ulteriore, che non appartiene alla regola, ma alla conformazione effettiva delle liste presentate. La lista del socio rilevante contiene infatti sette candidati, mentre la lista degli investitori istituzionali ne contiene tre soltanto. Questo dato non modifica in alcun modo il criterio statutario di attribuzione dei seggi, ma incide in modo potenzialmente significativo sugli esiti pratici del riparto.

Se la lista del consiglio risulta la più votata, alle altre liste possono spettare, come si è visto, da tre a sei seggi complessivi. Tali seggi devono essere distribuiti, secondo statuto, fra le liste diverse da quella arrivata prima mediante il metodo dei quozienti. In linea teorica, dunque, il sistema opera in modo integralmente proporzionale all'interno del blocco dei seggi riservati alle minoranze. Tuttavia, nel caso concreto, tale proporzionalità incontra un limite materiale rappresentato dalla capienza delle liste.

La lista del socio rilevante, essendo composta da sette nominativi, è idonea a ricevere integralmente qualsiasi numero di seggi compreso fra uno e sei. Non pone dunque, in questo primo scenario, alcun problema di saturazione. Diverso è invece il caso della lista dei fondi, che, avendo presentato solo tre candidati, non può in nessun caso conseguire più di tre seggi, anche se l'applicazione del metodo dei quozienti dovesse in astratto attribuirgliene un numero superiore.

Ne deriva che, nei primi tre scenari statutari, il problema non si pone in termini particolarmente rilevanti. Se alle minoranze spettano tre seggi, la lista dei fondi può teoricamente conseguirli tutti, oppure dividerli con la lista del socio rilevante. Se alle minoranze spettano quattro o cinque seggi, la lista dei fondi può comunque concorrere fino al massimo dei propri tre candidati, mentre la parte residua spetterà alla lista del socio rilevante, sempre secondo la logica del riparto proporzionale e nei limiti della capienza delle liste. Anche in tali casi, dunque, il sistema continua a funzionare senza fratture, benché sia già evidente come la lista dei fondi incontri un limite strutturale non ricavabile dalla disciplina statutaria, ma dalla propria ridotta estensione.

Il punto più delicato emerge invece nel quarto scenario, quello in cui alle minoranze spettano sei seggi complessivi. Qui il metodo proporzionale continua certamente a governare il riparto; ma se, all'esito

dell'applicazione dei quozienti, la lista dei fondi dovesse risultare teoricamente titolare di un numero di seggi superiore a tre, tale attribuzione non potrebbe essere concretamente realizzata, mancando candidati ulteriori. In questo caso, il limite fattuale della lista corta impedirebbe alla proporzionalità di esplicarsi sino in fondo. Non è dunque lo statuto a comprimere la rappresentanza della lista dei fondi; è la stessa struttura della lista a rendere impossibile la traduzione integrale del risultato proporzionale in seggi effettivi.

La conseguenza è che, nel caso concreto, la lista del socio rilevante si presenta come l'unica lista di minoranza effettivamente in grado di assorbire senza difficoltà tutti i seggi che le possano spettare in base ai diversi scenari contemplati dallo statuto. La lista dei fondi, al contrario, pur potendo giocare un ruolo significativo, resta comunque confinata entro una soglia massima di tre seggi. Questo significa che, quando il peso elettorale delle minoranze cresce, l'espansione della rappresentanza ulteriore non può che avvantaggiare, in pratica, la lista del socio rilevante.

Sotto questo profilo, il caso Banco BPM mostra con particolare chiarezza come l'esito concreto del sistema non dipenda soltanto dalla formula di riparto predisposta dallo statuto, ma anche dal modo in cui gli operatori decidono di presentarsi alla competizione assembleare. Il diritto statutario costruisce infatti la cornice; ma la reale distribuzione del potere può essere fortemente condizionata dalla lunghezza delle liste, e quindi dalla loro capacità di convertire in rappresentanza i consensi ottenuti.

4.5 La prevalenza di una lista diversa da quella del consiglio

Nell'ipotesi in cui la lista risultata più votata non sia quella presentata dal consiglio di amministrazione uscente, il sistema statutario di Banco BPM non subisce alcuna deviazione verso un modello proporzionale puro, ma continua a operare secondo il medesimo schema allocativo delineato dall'art. 20.5. In particolare, la disciplina non distingue tra lista del consiglio e liste dei soci ai fini dell'attribuzione della maggioranza, ma individua nella lista prima classificata il perno dell'intero meccanismo. Ne deriva che la lista vincente — quale che sia la sua provenienza — consegue lo stesso numero di seggi che le spetterebbe ove a risultare prima fosse la lista del consiglio, in funzione della quota residua rispetto ai seggi attribuiti alle altre liste.

Il dato qualificante è, dunque, che lo statuto non costruisce un regime privilegiato per la lista del con-

siglio, bensì un sistema intrinsecamente maggioritario, nel quale il vantaggio competitivo è integralmente collegato al primato elettorale. Anche una lista espressione dei soci, ove risulti la più votata, beneficia quindi del meccanismo di attribuzione dei seggi fondato sugli scaglioni percentuali riferiti alle altre liste concorrenti, conseguendo una maggioranza modulata ma comunque garantita entro limiti predeterminati. La variabilità della maggioranza non è funzione della natura della lista vincente, ma esclusivamente della forza elettorale complessiva delle liste concorrenti.

In questa prospettiva, il primato assembleare assume un significato rafforzato rispetto a quello proprio del metodo proporzionale. Esso non si limita a incidere sulla graduatoria dei quozienti, ma determina l'accesso a un meccanismo che assicura alla lista prima classificata una posizione dominante all'interno del consiglio. Il sistema, pertanto, non conosce una contrapposizione tra disciplina speciale (per la lista del consiglio) e disciplina ordinaria (per le altre liste), ma si configura come un modello unitario nel quale la lista vincente è sempre destinataria di un effetto maggioritario, mentre la proporzionalità opera unicamente nella distribuzione dei seggi tra le liste non vincitrici.

Tale impostazione consente di chiarire un equivoco interpretativo ricorrente. Non è corretto ritenere che, in caso di sconfitta della lista del consiglio, il sistema ritorni a una logica distributiva pura. Al contrario, il meccanismo maggioritario resta pienamente operante e si trasferisce semplicemente in capo alla lista dei soci risultata prima, la quale si colloca nella medesima posizione che sarebbe stata occupata dalla lista del consiglio in caso di vittoria di quest'ultima.

Resta tuttavia centrale, anche in questo scenario, il ruolo della configurazione concreta delle liste. Nel caso in esame, la lista del socio rilevante presenta un numero di candidati inferiore alla maggioranza assoluta del consiglio, mentre la lista degli investitori istituzionali è ulteriormente limitata. Ciò comporta che, pur beneficiando del meccanismo maggioritario, la lista vincente non è in grado di saturare integralmente i seggi che il sistema potrebbe astrattamente attribuirle. Il limite della capienza delle liste opera, quindi, come fattore di riequilibrio interno, incidendo sulla traduzione del consenso elettorale in rappresentanza effettiva.

In particolare, la lista del socio rilevante, pur potendo conseguire tutti i seggi corrispondenti ai candidati presentati, non può comunque oltrepassare tale soglia, mentre la lista degli investitori istituzionali

incontra un limite ancora più stringente. Ne deriva che una parte dei seggi, pur rientrando nella quota spettante alle liste non vincitrici, non può essere attribuita a queste ultime per carenza di candidati.

Tali seggi residui sono necessariamente attribuiti alla lista del consiglio, che, grazie alla maggiore ampiezza della propria compagine, è l'unica in grado di assorbirli integralmente. Questo risultato non discende da una previsione statutaria di favore per la lista del consiglio, ma rappresenta l'effetto indiretto della combinazione tra il meccanismo maggioritario e il vincolo strutturale derivante dalla lunghezza delle liste concorrenti.

Si determina così un esito peculiare: la lista del consiglio, pur risultando sconfitta, conserva comunque una presenza significativa all'interno del consiglio di amministrazione, che può attestarsi su una soglia non marginale. Tale presenza non è garantita *ex ante* da una clausola statutaria, ma emerge *ex post* come conseguenza della struttura del sistema e delle scelte strategiche operate dagli altri partecipanti alla competizione assembleare.

Nel complesso, il modello Banco BPM si conferma come un sistema unitario a prevalenza maggioritaria, nel quale la lista prima classificata – indipendentemente dalla sua origine – è sempre destinataria di un vantaggio strutturale, mentre la concreta articolazione degli equilibri consiliari è fortemente influenzata dalla capienza delle liste e dalla loro capacità di tradurre il consenso elettorale in seggi effettivi. In tale contesto, la contendibilità dell'organo non si traduce in un ritorno al proporzionale puro, ma si innesta all'interno di una struttura che, pur aperta alla competizione, continua a privilegiare la formazione di una maggioranza stabile in capo alla lista vincente.

4.6 La predeterminazione statutaria delle cariche apicali e la possibile dissociazione con la funzione esecutiva

Nel sistema statutario Banco BPM, la disciplina relativa alla nomina del Presidente e del Vice Presidente si inserisce in modo coerente nella logica del voto di lista, rafforzando il collegamento tra esito assembleare e assetto di vertice dell'organo amministrativo. In particolare, lo statuto prevede, agli artt. 20.1.1. e 20.8., che tali cariche siano attribuite ai candidati collocati, rispettivamente, al primo e al terzo posto della lista risultata più votata.

Tale previsione comporta una significativa riduzione degli spazi di discrezionalità nella fase di costituzione degli organi sociali. La nomina del Presidente e del Vice Presidente, pur formalmente rimessa all'assemblea, risulta infatti sostanzialmente predeterminata dall'esito del voto di lista, in quanto direttamente ancorata alla posizione occupata dai candidati all'interno della lista vincente. Ne deriva che la scelta degli assetti apicali dell'organo amministrativo è, in larga misura, anticipata alla fase di predisposizione delle liste, e in particolare alla definizione dell'ordine dei candidati.

Questo meccanismo assume particolare rilievo anche in relazione alla figura dell'amministratore delegato. A differenza del Presidente e del Vice Presidente, infatti, la nomina dell'amministratore delegato resta, secondo il modello codicistico, di competenza del consiglio di amministrazione. Tuttavia, nella concreta configurazione delle liste, emerge un dato significativo: solo la lista del consiglio, che è lista lunga, individua, tra i propri candidati di vertice, un soggetto chiaramente a ricoprire la funzione di amministratore delegato. Le altre liste, pur presentando candidati qualificati, non appaiono strutturate per esprimere una figura alternativa con analoga evidenza e in qualche modo non lo vogliono trattandosi di liste "corte" non destinate ad avere la maggioranza dei consiglieri.

Ne deriva una possibile dissociazione tra le diverse componenti del vertice societario. In particolare, nell'ipotesi in cui la lista del consiglio non risulti la più votata, può verificarsi una situazione nella quale il Presidente e il Vice Presidente siano espressione della lista vincente, mentre l'amministratore delegato sia tratto dalla lista del consiglio. Tale esito, pur non essendo giuridicamente imposto, appare coerente con la struttura delle liste e con la funzione tipicamente attribuita alla figura dell'amministratore delegato, che tende a esprimere esigenze di continuità gestionale.

Si configura così un assetto nel quale le cariche apicali risultano distribuite tra diverse componenti del consiglio: da un lato, la presidenza, direttamente ancorata al risultato elettorale; dall'altro, la funzione esecutiva, rimessa alla deliberazione consiliare e influenzata dalla concreta disponibilità di candidati idonei. Tale possibile articolazione accentua il carattere composito del modello, nel quale il voto assembleare determina immediatamente solo una parte dell'assetto di *governance*, lasciando al consiglio la definizione della dimensione gestionale.

In questa prospettiva, il sistema Banco BPM evidenzia una peculiare combinazione tra predetermina-

zione e flessibilità: predeterminazione quanto alle cariche di vertice assembleare, flessibilità quanto alla funzione esecutiva. Ciò può condurre, soprattutto in presenza di esiti elettorali non polarizzati, a configurazioni nelle quali la *leadership* dell'organo amministrativo risulta distribuita tra soggetti espressione di liste diverse, con possibili riflessi sulla dinamica interna del consiglio e sugli equilibri di *governance*.

4.7 La costruzione della maggioranza consiliare in un contesto tripolare

In questo quadro, ovvero nell'ipotesi in cui la lista del consiglio non risulti la più votata, la possibile articolazione della *governance* tra tre liste conduce a un assetto complesso, nel quale nessuna delle componenti è in grado, da sola, di esprimere una maggioranza stabile all'interno del consiglio. In particolare, nell'ipotesi in cui la lista del socio rilevante conseguia sette seggi su quindici, essa, pur non raggiungendo la maggioranza assoluta, si colloca in una posizione di indubbia preminenza.

Tale posizione risulta ulteriormente rafforzata dalla circostanza che, in base al meccanismo statutario, la lista risultata più votata esprime comunque il Presidente e il Vice Presidente. Ne deriva che il socio rilevante, pur privo di una maggioranza numerica autonoma, dispone di una significativa capacità di indirizzo, potendo contare su sette amministratori e sulla titolarità delle cariche apicali dell'organo.

In questa prospettiva, la formazione della maggioranza consiliare non si presenta come un processo simmetrico tra le diverse componenti, ma tende a svilupparsi a partire dalla posizione del socio rilevante, il quale si trova nella condizione di poter aggregare consensi ulteriori per il raggiungimento della soglia di controllo. La presenza degli amministratori espressione delle altre liste — inclusa quella degli investitori istituzionali — assume rilievo nella dinamica degli equilibri, ma non altera il dato di fondo rappresentato dalla centralità della lista risultata prima.

Si configura così un modello nel quale la maggioranza non è predeterminata, ma si costruisce a partire da una posizione iniziale asimmetrica, caratterizzata da un nucleo forte di amministratori e dalla titolarità delle principali cariche di vertice. In tale contesto, la *governance* si presenta articolata, ma non priva di un baricentro, che tende a collocarsi nella lista del socio rilevante.

4.8 La seconda votazione individuale come snodo del sistema: delega, ordine di lista e proxy advisors

Un ulteriore profilo di particolare interesse nel caso Banco BPM riguarda le modalità di esercizio del diritto di voto, strettamente connesse alla previsione statutaria della seconda votazione individuale sui candidati della lista del consiglio. L'assemblea è infatti prevista con l'intervento esclusivo del rappresentante designato, il che implica la necessità di predisporre un modello di delega idoneo a incorporare non solo le scelte relative alla prima votazione sulle liste, ma anche quelle, eventuali, relative alla successiva votazione individuale. Tale esigenza si riflette chiaramente nella struttura del modulo di delega, che prevede espressamente una sezione distinta dedicata alla votazione sui singoli candidati della lista del consiglio, attivabile solo nell'ipotesi in cui quest'ultima risulti la più votata.

Il modello adottato evidenzia come la complessità del meccanismo statutario si traduca in una corrispondente articolazione delle istruzioni di voto. In particolare, il delegante è chiamato a esprimersi preventivamente anche su una fase eventuale e successiva, che dipende dall'esito della prima votazione. Ciò comporta una sorta di "anticipazione" della volontà assembleare, che deve essere formulata in condizioni di incertezza circa lo scenario effettivamente realizzatosi.

Significativo è, inoltre, il fatto che la lista del consiglio sia strutturata secondo un ordine di presentazione numerato da uno a venti, che assume rilievo diretto nella seconda votazione. Il modulo di delega prevede, infatti, come opzione principale quella di votare i candidati secondo l'ordine di presentazione stabilito dal consiglio stesso, fino a concorrenza del numero di amministratori spettanti alla lista. In tal modo, la votazione individuale si configura, nella sua modalità "standard", come una sostanziale conferma dell'ordine predisposto dal consiglio uscente.

Accanto a tale opzione, il modello contempla tuttavia anche soluzioni alternative più analitiche, che consentono al delegante di esprimere un voto distinto per ciascun candidato, indicando singolarmente preferenze favorevoli, contrarie o di astensione. Questa possibilità introduce un elemento di maggiore apertura e personalizzazione del voto, ma al prezzo di un evidente incremento della complessità operativa.

Nel complesso, il sistema evidenzia una tensione tra esigenze di funzionalità e apertura. Da un lato, la struttura del modulo di delega tende a indirizzare il voto verso una conferma dell'ordine proposto dal

consiglio, semplificando l'espressione della volontà assembleare; dall'altro, mantiene formalmente la possibilità di una selezione individuale dei candidati, coerente con la previsione normativa. Ne emerge un modello nel quale la votazione individuale, pur configurata come momento di scelta, risulta in larga misura incanalata entro binari predeterminati, soprattutto nel contesto di un'assemblea mediata integralmente dal rappresentante designato.

A tale quadro si aggiunge un ulteriore elemento di complessità, rappresentato dal ruolo dei *proxy advisors*, il cui intervento assume una particolare rilevanza proprio in presenza di una lista del consiglio. Questi soggetti, infatti, non si limitano a formulare raccomandazioni di voto in ordine alla scelta tra le diverse liste, ma, nel caso in cui venga in rilievo la lista del consiglio e la conseguente votazione individuale, forniscono frequentemente indicazioni anche sui singoli candidati.

In tal modo, l'attività dei *proxy advisors* si estende oltre la dimensione "macro" della competizione tra liste e incide direttamente sulla fase "micro" della selezione individuale degli amministratori. Ciò comporta che l'ordine di preferenza predisposto dal consiglio, pur costituendo il punto di riferimento naturale della lista, può essere in concreto alterato dall'orientamento espresso da tali soggetti, soprattutto nei confronti degli investitori istituzionali che tendono a seguirne le raccomandazioni.

L'effetto potenziale è quello di una significativa rimodulazione della graduatoria interna alla lista del consiglio. Se, infatti, una parte rilevante del capitale rappresentato in assemblea – per il tramite del rappresentante designato – si conforma alle indicazioni dei *proxy advisors*, la votazione individuale può tradursi in una selezione dei candidati non pienamente coincidente con l'ordine originariamente definito dal consiglio uscente. In altri termini, la votazione individuale, pur formalmente incardinata all'interno di una lista "bloccata", diviene il luogo nel quale si può manifestare una dinamica competitiva interna alla lista stessa.

Ne deriva che il meccanismo delineato dalla legge e recepito dallo statuto non si esaurisce nella sua dimensione formale, ma deve essere letto alla luce delle concrete prassi di voto degli investitori istituzionali. In questo contesto, i *proxy advisors* assumono una funzione di intermediazione decisiva, potendo incidere non solo sull'esito della competizione tra liste, ma anche sulla composizione finale dell'organo amministrativo all'interno della lista risultata vincente.

In tale contesto si pone, inoltre, un ulteriore profilo di potenziale criticità, che riguarda la stessa individuazione delle cariche apicali. Come noto, lo statuto di Banco BPM collega la nomina del Presidente e del Vice Presidente ai candidati collocati, rispettivamente, al primo e al terzo posto della lista risultata più votata. Tale meccanismo presuppone, tuttavia, una sostanziale stabilità dell'ordine di lista nella fase della votazione individuale.

Qualora, invece, le raccomandazioni dei *proxy advisors* si discostino dall'ordine predisposto dal consiglio — ad esempio non includendo tra i candidati da votare il primo e/o il terzo nominativo della lista — la votazione individuale potrebbe condurre all'esclusione di tali soggetti dal novero degli eletti. In tal caso, verrebbe meno il presupposto fattuale su cui si fonda la predeterminazione statutaria delle cariche apicali.

Lo statuto, tuttavia, prevede un meccanismo di chiusura. L'art. 20.8.1, mediante il rinvio all'art. 23.4.1, stabilisce che, qualora non sia possibile procedere alla nomina del Presidente e del Vice Presidente secondo il criterio principale, la loro individuazione avvenga mediante deliberazione del consiglio di amministrazione. In tale ipotesi, la nomina è rimessa a una decisione consiliare assunta con le maggioranze ordinarie, tra gli amministratori in carica.

Ne deriva che la predeterminazione statutaria delle cariche apicali, pur costituendo la regola, non ha carattere inderogabile, ma è assistita da un meccanismo sostitutivo che restituisce al consiglio il potere di scelta. Il sistema realizza così un equilibrio tra predeterminazione *ex ante* e flessibilità *ex post*, garantendo comunque la piena funzionalità dell'organo anche in presenza di esiti della votazione individuale non coerenti con l'ordine originario della lista.

4.9 Considerazioni conclusive: tra modello unitario e dinamiche applicative

Alla luce delle considerazioni svolte, il sistema statutario di Banco BPM si presenta come un assetto unitario nel quale la posizione della lista prima classificata costituisce il fulcro dell'intero meccanismo allocativo. L'art. 20.5, infatti, non distingue tra lista del consiglio e liste dei soci, ma attribuisce alla lista vincente — quale che sia la sua origine — una quota maggioritaria di seggi determinata in funzione della forza elettorale delle altre liste.

In questa prospettiva, la logica del sistema è chiaramente orientata in senso maggioritario: il primato elettorale non si limita a incidere sulla graduatoria dei quozienti, ma consente l'accesso a un meccanismo che garantisce comunque una posizione dominante all'interno del consiglio. La proporzionalità non opera come criterio generale di riparto, ma è confinata alla distribuzione dei seggi tra le liste non vincitrici, assumendo quindi una funzione complementare rispetto alla regola principale.

Tale impostazione consente di superare l'idea di un sistema neutrale e simmetricamente contendibile. Anche nell'ipotesi in cui la lista del consiglio non risulti la più votata, il modello non si riconduce a una logica distributiva pura, ma trasferisce semplicemente il vantaggio strutturale in capo alla lista dei soci risultata prima. Ne deriva che la contendibilità dell'organo si colloca interamente nella fase della competizione elettorale, mentre gli effetti di tale competizione sono incanalati in un meccanismo che tende comunque a produrre una maggioranza.

Al tempo stesso, il caso concreto evidenzia come l'effettiva configurazione degli equilibri consiliari sia fortemente condizionata dalla struttura delle liste. La diversa ampiezza delle stesse — in particolare, la scelta del socio rilevante di presentare una lista inferiore alla maggioranza e quella degli investitori istituzionali di limitarsi a un numero molto contenuto di candidati — incide in modo decisivo sulla capacità delle singole liste di trasformare il consenso elettorale in seggi. Il limite della capienza delle liste introduce così un elemento di asimmetria che, pur non essendo previsto in via diretta dallo statuto, finisce per incidere in modo significativo sugli esiti del sistema.

Ne deriva un assetto nel quale la lista prima classificata beneficia di una posizione strutturalmente dominante, ma non necessariamente autosufficiente, mentre la lista del consiglio, anche ove non vincente, può conservare una presenza significativa in virtù della propria maggiore estensione. Il risultato è un modello nel quale la formazione della maggioranza non è sempre predeterminata in termini assoluti, ma si costruisce all'interno del consiglio, pur a partire da una chiara asimmetria iniziale.

A ciò si aggiungono, sul piano applicativo, ulteriori fattori di complessità, quali il ricorso al rappresentante designato, la previsione della seconda votazione individuale e il ruolo dei *proxy advisors*, che incidono sulla concreta formazione del voto e possono alterare l'ordine di preferenza interno alla lista vincente. Il sistema, dunque, non si esaurisce nella sua dimensione statutaria, ma si completa attraverso

le modalità operative del voto e le prassi degli investitori istituzionali.

Il modello Banco BPM appare pertanto caratterizzato da una combinazione peculiare di predeterminazione e flessibilità: da un lato, la regola statutaria indirizza l'esito verso la formazione di una maggioranza; dall'altro, la concreta articolazione delle liste e le modalità di esercizio del voto possono incidere significativamente sulla composizione e sugli equilibri interni dell'organo. È proprio questa interazione tra struttura normativa e dinamiche applicative a rendere particolarmente significativo il caso in esame, che costituisce un primo banco di prova della disciplina della lista del consiglio e offre una base utile per il confronto con altri modelli, a partire da quello adottato da MPS

5. Il caso MPS: struttura statutaria e logica del riparto

Il sistema di nomina del consiglio di amministrazione delineato dallo statuto di Monte dei Paschi di Siena si fonda su una costruzione articolata, nella quale un impianto proporzionale di base è significativamente corretto da una serie di clausole volte a garantire, da un lato, la formazione di una maggioranza e, dall'altro, un livello minimo di rappresentanza delle minoranze. La disciplina è contenuta, in particolare, nell'art. 15, commi 7.1 e 7.2, che operano in modo coordinato secondo una logica di regola generale e correttivo speciale.

L'art. 15, comma 7.1, detta anzitutto la regola generale del sistema, fondata sul metodo dei quozienti. I voti ottenuti da ciascuna lista sono divisi progressivamente per numeri interi crescenti e i quozienti così ottenuti sono attribuiti ai candidati secondo l'ordine di presentazione nelle rispettive liste; i candidati vengono quindi collocati in una graduatoria unica decrescente, dalla quale si traggono gli eletti fino a concorrenza del numero dei consiglieri da nominare. Su tale base proporzionale si innestano, tuttavia, due correttivi di carattere generale: in primo luogo, dalla lista risultata prima devono essere tratti amministratori in numero non inferiore alla metà più uno dei componenti da eleggere, salvo il limite della capienza della lista; in secondo luogo, alle liste di minoranza devono essere comunque attribuiti almeno due seggi. Ne risulta un sistema che, pur muovendo da una logica proporzionale, è strutturalmente corretto in senso maggioritario e garantista, assicurando contestualmente una maggioranza minima alla lista vincente e una soglia minima di rappresentanza alle minoranze.

L'art. 15, comma 7.2 interviene solo se la lista prima è quella del consiglio uscente. In questo caso, la

regola generale non viene eliminata, ma viene specificata nel senso che dalla lista del consiglio sono tratti tanti amministratori quanti necessari affinché alle altre liste siano attribuiti seggi secondo i criteri infra previsti, fermo restando che tali altre liste non possono complessivamente superare la metà meno uno dei consiglieri da eleggere. Quindi, anche qui, la lista più votata, in questo caso quella del consiglio, nomina almeno la metà più uno degli amministratori.

Lo stesso comma 7.2 disciplina, inoltre, il criterio di riparto interno tra le liste di minoranza, distinguendo due ipotesi, che sono totalmente allineate al dato normativo dell'art. 147-ter.1, 3^a comma, lett. b), n. 1 e n. 2, Tuf. Qualora il totale dei voti raccolti dalle altre liste — considerate fino a un massimo di due secondo l'ordine dei consensi — non superi il 20% dei voti espressi, tali liste concorrono alla ripartizione dei seggi in proporzione ai voti ottenuti, ma comunque per una quota complessiva non inferiore al 20% dei componenti del consiglio. Qualora, invece, tale soglia sia superata, i seggi di competenza delle minoranze sono attribuiti proporzionalmente alle liste che abbiano conseguito almeno il 3% dei voti, con redistribuzione dei voti delle liste inferiori a tale soglia in favore di quelle rilevanti. In questo modo, il sistema si orienta, oltre una certa soglia di consenso, verso una logica di proporzionalità interna alle minoranze, neutralizzando al contempo le liste marginali.

Ne emerge un modello complesso, nel quale la regola proporzionale costituisce la base di funzionamento, ma è costantemente modulata da correttivi che incidono soprattutto sulla distribuzione dei seggi tra le minoranze, con esiti fortemente sensibili alla concreta articolazione del voto assembleare.

5.1 Le liste in campo: dimensione, funzione e implicazioni sistemiche

Nel caso MPS risultano presentate tre liste, caratterizzate da una significativa eterogeneità quanto alla loro dimensione e alla funzione che esse sono strutturalmente in grado di svolgere all'interno del sistema.

In via preliminare, occorre ricordare che lo statuto non predetermina in modo rigido il numero dei componenti del consiglio di amministrazione, prevedendo invece che esso sia fissato dall'assemblea entro un intervallo compreso tra un minimo di nove e un massimo di quindici amministratori. Nel caso concreto, è ragionevole ritenere che la proposta assembleare si orienti verso il numero massimo di quindici componenti; tuttavia, la determinazione definitiva spetta all'assemblea, e solo su tale base potrà

essere effettuato il riparto dei seggi.

La prima lista è quella presentata dal consiglio di amministrazione uscente, composta da venti candidati. Tale numero — pari a quindici più un terzo — è coerente con la disciplina della lista del consiglio, che richiede un numero di candidati eccedente rispetto ai seggi da attribuire, proprio al fine di consentire, in caso di vittoria della lista, lo svolgimento della votazione individuale sui candidati.

Accanto a essa è stata presentata una seconda lista, espressione di investitori istituzionali, composta da tre candidati. Si tratta di una lista strutturalmente corta, idonea a concorrere per una rappresentanza minoritaria, ma non a esprimere una presenza numericamente significativa oltre il limite dei nominativi indicati.

Infine, è stata presentata una terza lista, espressione di un socio, composta da dodici candidati. Essa si configura come una lista lunga, potenzialmente idonea a esprimere una maggioranza consiliare qualora risulti la più votata, e comunque strutturata per assumere un ruolo centrale nella composizione dell'organo. La presenza, al suo interno, dell'indicazione delle principali figure apicali — in particolare del Presidente e dell'amministratore delegato — conferma la chiara vocazione di governo della lista.

La diversa dimensione delle liste assume un rilievo decisivo ai fini dell'applicazione del sistema statutario. Sebbene il criterio di riparto sia formalmente proporzionale, la concreta attribuzione dei seggi incontra il limite oggettivo rappresentato dalla capienza delle liste. Ne deriva che la lista del consiglio, per la sua ampiezza, è in grado di assorbire integralmente qualsiasi numero di seggi le venga attribuito; la lista del socio può conseguire fino a dodici amministratori e, dunque, anche in questo caso, quello che sarebbe il numero massimo di amministratori da assegnare alla lista vincente; mentre la lista dei fondi non può in alcun caso superare i tre seggi.

In questa prospettiva, la configurazione concreta delle liste non si limita a riflettere diverse strategie di partecipazione alla competizione assembleare, ma incide direttamente sugli esiti del sistema, condizionando la capacità delle singole liste di tradurre il consenso elettorale in rappresentanza effettiva all'interno del consiglio.

5.2 Dinamiche di allocazione dei seggi e formazione della maggioranza

L'analisi delle simulazioni che seguono consente di cogliere con maggiore precisione la logica effettiva del sistema delineato dall'art. 15 dello statuto MPS, mettendo in luce come il meccanismo non si esaurisca in un proporzionale corretto, ma si configuri come un modello nel quale il criterio proporzionale costituisce soltanto il punto di partenza di un processo di allocazione dei seggi fortemente inciso da correttivi strutturali. Il metodo dei quozienti opera infatti come regola base, ma i suoi esiti sono sistematicamente ricalibrati alla luce delle clausole contenute nei commi 7.1 e 7.2, che intervengono sia a garantire la formazione di una maggioranza, sia a modulare il peso delle minoranze.

Le simulazioni evidenziano anzitutto che, in presenza di una lista nettamente prevalente — ad esempio in uno scenario 60-30-10 — il sistema proporzionale è già di per sé idoneo a produrre una maggioranza consiliare, conducendo a una distribuzione indicativa pari a 9-4-2. In tali ipotesi, il correttivo della metà più uno previsto dal comma 7.1 non entra in gioco, poiché la lista vincente raggiunge autonomamente la soglia di maggioranza.

Diversamente, quando il distacco tra le prime due liste si riduce, il proporzionale puro non è più sufficiente a garantire una maggioranza. Nello scenario 45-40-10, il riparto proporzionale conduce a una distribuzione 7-6-2, nella quale la lista prima non raggiunge gli 8 seggi. In questo caso interviene il correttivo del comma 7.1, che impone di attribuire alla lista vincente almeno la metà più uno dei consiglieri, determinando un ricalcolo che porta a una distribuzione 8-6-1. Il sistema trasforma così una prevalenza relativa in una maggioranza consiliare minima, comprimendo la rappresentanza della lista che ha ottenuto il seggio marginale più debole.

Il medesimo effetto si manifesta con ancora maggiore evidenza nei casi di forte frammentazione del voto tra tre liste di dimensioni comparabili, come nello scenario 34-33-32. In tali ipotesi, il proporzionale puro tende a produrre una distribuzione sostanzialmente equilibrata, nella quale nessuna lista è in grado di esprimere una maggioranza. Anche in questo caso, tuttavia, il correttivo del comma 7.1 opera con piena intensità, portando la lista prima a 8 seggi e determinando una significativa compressione delle altre due. Ciò conferma che il sistema è strutturalmente orientato a evitare esiti di stallo e a garantire, comunque, la formazione di una maggioranza.

A questa prima dimensione correttiva, che potremmo definire “verticale” perché incide sul rapporto tra lista prima e liste di minoranza, si affianca poi il correttivo specifico previsto dall’art. 15, comma 7.2 per il caso in cui la lista vincente sia quella del consiglio di amministrazione. Le simulazioni e gli scenari esaminati mostrano chiaramente come tale correttivo operi in modo bidirezionale. Quando le liste concorrenti hanno un peso elettorale significativo (superiore al 20%), il sistema consente una piena espansione della loro rappresentanza, fino al limite massimo della metà meno dei seggi. Al contrario, quando il peso delle minoranze è contenuto, il medesimo correttivo opera in senso restrittivo, limitando la loro rappresentanza complessiva al 20% dei seggi, vale a dire, in un consiglio di 15 membri, a non meno di 3 amministratori.

Ne emerge un modello nel quale il correttivo del comma 7.2 non svolge una funzione univocamente protettiva delle minoranze, ma si configura come uno strumento di calibrazione della loro incidenza, che si espande o si contrae in funzione della forza elettorale espressa in assemblea. Il sistema, dunque, non si limita a correggere il proporzionale, ma introduce una vera e propria logica adattiva, nella quale la distribuzione dei seggi viene modulata dinamicamente in relazione alla struttura del voto.

In conclusione, le simulazioni evidenziano come il modello MPS si collochi in una posizione intermedia tra proporzionale e maggioritario, ma con una chiara prevalenza di quest’ultimo sul piano degli esiti. Il proporzionale rappresenta il criterio di base, ma non determina mai in modo definitivo la composizione del consiglio: esso è costantemente “riletto” alla luce di correttivi che assicurano, da un lato, la formazione di una maggioranza e, dall’altro, una rappresentanza delle minoranze coerente con il loro peso effettivo. È proprio questa combinazione tra regola proporzionale e meccanismi correttivi a rendere il sistema particolarmente sofisticato e, al tempo stesso, fortemente sensibile alla concreta distribuzione dei consensi tra le liste concorrenti.

Il tratto più rilevante, tuttavia, emerge quando si consideri che, nel caso concreto, non si confrontano una lista “di maggioranza” e una pluralità di “corte”, bensì due liste lunghe e competitive, entrambe strutturate per assumere il governo dell’impresa. In questo contesto, il sistema statutario non si limita a distribuire seggi, ma diventa il meccanismo attraverso il quale si decide quale delle due compagini è destinata a esprimere il controllo del consiglio.

In tale prospettiva, il modello MPS si distingue nettamente da un proporzionale puro: esso conserva una base proporzionale, ma la piega sistematicamente a una logica di governo. Il voto assembleare non si limita a riflettere i rapporti di forza tra le liste, ma li trasforma, attraverso i correttivi statutari, in un assetto consiliare nel quale una lista è posta in condizione di esercitare la funzione di guida, anche in presenza di un vantaggio elettorale contenuto.

Ne emerge, in definitiva, un sistema nel quale il confronto tra liste non è soltanto competizione per la rappresentanza, ma è, in senso pieno, competizione per il governo della società, con esiti fortemente condizionati dall’interazione tra metodo proporzionale, correttivi statutari e struttura concreta delle liste.

Un’ulteriore ipotesi merita di essere considerata, in quanto consente di mettere in luce un profilo peculiare del sistema, legato alla diversa ampiezza delle liste. Si tratta del caso in cui la lista risultata prima sia una lista “corta”, ossia composta da un numero di candidati inferiore rispetto ai seggi astrattamente conseguibili. Si immagini, in particolare, un’ipotesi nella quale la lista dei fondi, composta da soli tre candidati, consegua il 40% dei voti, seguita dalla lista del consiglio con il 32% e da quella del socio con il 28%.

Applicando il proporzionale puro, il riparto dei seggi su 15 membri condurrebbe a una distribuzione indicativa pari a 6-5-4, nella quale la lista dei fondi, pur prima, non raggiungerebbe la maggioranza. Tuttavia, il sistema statutario impone, ai sensi dell’art. 15, comma 7.1, che dalla lista risultata prima siano tratti amministratori in numero non inferiore alla metà più uno, ossia 8 su 15. Si determina quindi un primo effetto correttivo, volto a portare la lista dei fondi a 8 seggi.

Tale esito, tuttavia, si scontra immediatamente con un limite strutturale: la lista dei fondi contiene soltanto tre candidati e non può, per definizione, esprimere più di tre amministratori. Il correttivo della metà più uno risulta, pertanto, inapplicabile nella sua forma piena, dovendo operare “nei limiti della capienza della lista”, come espressamente previsto dalla norma.

Ne deriva un risultato particolarmente significativo. La lista dei fondi, pur risultata prima, si arresta a 3 seggi. I restanti 12 seggi devono essere attribuiti alle altre liste secondo il metodo proporzionale. In base ai rapporti di forza indicati (32% e 28%), il riparto dei seggi residui tende a favorire la lista del con-

siglio, che, essendo seconda, assorbe una quota maggiore rispetto alla lista del socio. Il risultato finale è dunque quello di un consiglio nel quale la lista risultata prima esprime una componente nettamente minoritaria, mentre il controllo dell'organo si concentra in capo a una delle liste non vincitrici.

Si tratta di un esito che può apparire, a prima vista, paradossale: la lista prima non solo non consegue la maggioranza, ma si colloca in una posizione teoricamente marginale all'interno del consiglio. Tuttavia, tale risultato è perfettamente coerente con la struttura del sistema, che subordina l'operatività del correttivo della metà più uno alla capienza della lista e non prevede meccanismi sostitutivi idonei a colmare tale carenza.

Il caso evidenzia, dunque, come la logica del sistema MPS — pur orientata, in linea generale, a garantire la formazione di una maggioranza — possa essere significativamente incisa dalla struttura concreta delle liste. In presenza di una lista prima, ma strutturalmente incapace di esprimere un numero adeguato di candidati, il meccanismo perde la sua funzione maggioritaria e si riconduce, di fatto, a una dinamica nella quale il governo dell'impresa viene determinato dalle liste successive. Ne emerge un assetto nel quale la competizione per il controllo del consiglio non si gioca soltanto sul terreno del consenso elettorale, ma anche — e in modo decisivo — sulla capacità delle liste di presentarsi con una struttura adeguata rispetto al numero dei seggi da attribuire.

5.3 Determinazione del numero dei consiglieri e nomina delle cariche: snodi assembleari e scenari di conflitto

Il sistema statuario di MPS presenta una peculiarità di rilievo che incide profondamente sul funzionamento concreto del meccanismo di nomina del consiglio di amministrazione: la circostanza che l'assemblea sia chiamata, in via preliminare, a determinare il numero dei componenti del consiglio e, successivamente, a nominare il Presidente e i Vice Presidenti tra i membri eletti. Tali passaggi, lungi dall'essere meramente formali, si configurano come veri e propri snodi decisionali nei quali possono emergere dinamiche conflittuali tra le liste, idonee a incidere sull'esito complessivo della *governance*.

Sotto un primo profilo, la determinazione del numero degli amministratori costituisce un momento cruciale, in quanto incide direttamente sulla distribuzione dei seggi e sulla soglia della maggioranza. La scelta tra un consiglio più ampio o più ristretto non è neutra: essa può favorire, a seconda dei casi,

una maggiore frammentazione o, al contrario, una più netta concentrazione dei seggi in capo alla lista risultata prima. In presenza di tre liste — come nel caso considerato — e, in particolare, di una lista corta affiancata da due liste lunghe, la determinazione del numero dei consiglieri diviene terreno potenziale di confronto tra gli azionisti, poiché consente di orientare *ex ante* gli effetti del successivo riparto proporzionale e dei relativi correttivi.

Ne deriva che, già prima del voto sulle liste, può emergere una prima linea di frizione, legata alla definizione della dimensione dell'organo. In assenza di un accordo su tale punto, l'assemblea è chiamata a deliberare su una scelta che può incidere in modo significativo sugli equilibri tra le liste, rendendo la fase preliminare funzionalmente connessa alla competizione per il governo della società.

A ciò si aggiunge un secondo profilo, relativo alla nomina del Presidente e dei Vice Presidenti, che avviene successivamente alla formazione del consiglio. Anche in questo caso, la disciplina statutaria non predetermina automaticamente l'attribuzione delle cariche apicali, rimettendola a una deliberazione dell'assemblea. Ne consegue che, una volta individuata la lista risultata prima e distribuiti i seggi, si apre un ulteriore spazio decisionale nel quale possono emergere nuove dinamiche di confronto tra le diverse componenti.

Il punto assume particolare rilievo nel caso — sopra esaminato — in cui la lista dei fondi, pur risultata prima, sia composta da un numero limitato di candidati. In tale scenario, essa potrebbe determinare la nomina del Presidente e dei Vice Presidenti, pur non essendo in grado di esprimere la maggioranza dei consiglieri. Ciò determina una possibile dissociazione tra primato elettorale, distribuzione dei seggi e titolarità delle cariche apicali, che si definiscono attraverso passaggi distinti e non necessariamente coerenti tra loro.

In questo contesto si colloca, infine, la nomina dell'Amministratore Delegato, rimessa al consiglio di amministrazione e dunque ai rapporti di forza interni allo stesso. Proprio in presenza di una configurazione nella quale nessuna lista dispone autonomamente della maggioranza — nel caso cioè in cui la lista dei fondi sia risultata prima ma numericamente contenuta — la scelta dell'Amministratore Delegato presuppone necessariamente un accordo tra le diverse componenti del consiglio. Gli amministratori espressi dalla lista dei fondi possono, in tale ipotesi, assumere una posizione determinante, fungendo

da elemento di raccordo tra le altre liste, laddove nessuna delle due prevalga in modo netto sull'altra, e incidendo in modo decisivo sulla formazione della maggioranza richiesta per la nomina.

Ne deriva un assetto nel quale il governo dell'impresa non discende in modo lineare dall'esito del voto di lista, ma si costruisce attraverso una sequenza di decisioni — determinazione del numero dei consiglieri, riparto dei seggi, nomina delle cariche e individuazione dell'Amministratore Delegato — ciascuna delle quali può costituire terreno di confronto e, in assenza di accordo, di potenziale conflitto. Il sistema MPS si presenta così come un modello nel quale la competizione tra le liste non si esaurisce nel momento elettorale, ma si estende alle fasi successive, dando luogo a una dinamica complessa nella quale il governo della società è il risultato di un equilibrio progressivamente costruito.

5.4 Proxy advisors e assetto di vertice: effetti sulla selezione dei candidati e delle cariche

Un ulteriore profilo di rilievo, che emerge anche nel caso MPS, concerne il ruolo crescente dei *proxy advisors*, i quali tendono a incidere non soltanto sull'indicazione della lista da sostenere, ma anche — in presenza di una lista del consiglio — sulla valutazione dei singoli candidati. Tale evoluzione assume particolare significato in un sistema nel quale il voto assembleare non si esaurisce nella scelta tra liste contrapposte, ma può estendersi alla selezione dei componenti dell'organo amministrativo nel caso in cui la lista del consiglio sia la più votata.

In linea generale, i *proxy advisors* formulano raccomandazioni di voto volte a orientare gli investitori istituzionali, indicando la lista ritenuta preferibile alla luce di criteri di *governance*, indipendenza e qualità complessiva dei candidati. Tuttavia, quando è presente una lista del consiglio, tali raccomandazioni possono assumere un contenuto più articolato, arrivando a esprimere giudizi differenziati sui singoli nominativi inclusi nella lista stessa. In tal modo, il voto degli investitori può non limitarsi ad accettare l'ordine di presentazione predisposto dal consiglio, ma può selezionare, rafforzare o, in alcuni casi, escludere specifici candidati.

Questo fenomeno introduce un elemento di ulteriore complessità nel funzionamento del sistema. La lista del consiglio, infatti, è normalmente costruita secondo un ordine che riflette un equilibrio interno e una precisa gerarchia di ruoli, spesso già funzionale all'attribuzione delle cariche apicali. L'intervento dei *proxy advisors*, laddove suggerisca di discostarsi da tale ordine, può alterare tale equilibrio, inci-

dendo indirettamente anche sulla futura configurazione della *governance*.

Il tema assume particolare rilevanza in relazione alle cariche apicali. Come visto, nello statuto MPS la nomina del Presidente e dei Vice Presidenti è rimessa all'assemblea, successivamente alla formazione del consiglio. Tuttavia, la composizione concreta dell'organo — e, quindi, il novero dei soggetti tra i quali tali cariche possono essere attribuite — dipende anche dalle scelte operate in sede di voto. Qualora le raccomandazioni dei *proxy advisors* inducano a privilegiare candidati diversi da quelli che, nella costruzione originaria della lista, erano destinati a ricoprire ruoli apicali, si potrebbe determinare una situazione nella quale l'assetto di vertice risulti meno prevedibile e, in certa misura, rimesso a dinamiche assembleari contingenti.

In questo senso, il ruolo dei *proxy advisors* si colloca al crocevia tra fase elettorale e assetto di *governance*, contribuendo a rendere meno rigida la corrispondenza tra lista presentata e configurazione finale del consiglio. Ne deriva che, anche in un sistema strutturato per garantire la formazione di una maggioranza, l'effettiva distribuzione del potere può risultare influenzata da fattori ulteriori rispetto al mero esito del voto tra liste, con possibili riflessi sulla stabilità e sulla prevedibilità dell'assetto di vertice della società.

6. Considerazioni conclusive: i due modelli a confronto e la verifica alla prova del voto

L'analisi comparata dei modelli statuari adottati da Banco BPM e MPS consente di cogliere con chiarezza come la disciplina della lista del consiglio, pur muovendo da una matrice normativa comune, possa essere declinata secondo logiche significativamente diverse.

Nel caso di Banco BPM, il sistema appare strutturato in modo tale da assicurare, in via tendenziale, una maggiore predeterminazione degli esiti. La lista risultata prima consegue comunque una maggioranza modulata ma stabile, mentre le liste concorrenti, pur potendo ottenere una rappresentanza non trascurabile, restano inserite in un quadro nel quale la funzione di governo risulta sostanzialmente già delineata dall'esito del voto. La disciplina si caratterizza, dunque, per un equilibrio che tende a privilegiare la stabilità e la prevedibilità dell'assetto consiliare.

Diversamente, il modello MPS si presenta come un sistema più aperto e dinamico, nel quale il meto-

do proporzionale costituisce il punto di partenza, ma gli esiti finali dipendono in misura significativa dall'interazione tra correttivi statutari, struttura delle liste e scelte assembleari. In particolare, la presenza di due liste lunghe e competitive, affiancate da una lista corta, trasforma il meccanismo di nomina in una vera e propria competizione per il governo dell'impresa, nella quale il primato elettorale può essere rafforzato, attenuato o, in casi estremi, persino svuotato dalla capienza delle liste e dalla sequenza delle decisioni assembleari e consiliari.

A ciò si aggiungono ulteriori elementi di variabilità – quali la determinazione del numero degli amministratori, la nomina assembleare delle cariche apicali e il ruolo dei *proxy advisors* – che contribuiscono a rendere il sistema MPS meno prevedibile negli esiti e più esposto a dinamiche negoziali successive al voto. Ne deriva un assetto nel quale la formazione della maggioranza non è sempre il prodotto immediato del risultato elettorale, ma può emergere solo all'esito di un processo articolato, che coinvolge più centri decisionali.

Il confronto tra i due modelli evidenzia, dunque, una contrapposizione tra un sistema che tende a cristallizzare ex ante l'assetto di governo (Banco BPM) e un sistema che, pur orientato alla formazione di una maggioranza, lascia spazio a una costruzione progressiva degli equilibri consiliari (MPS).

L'analisi svolta si è volutamente arrestata a una fase antecedente allo svolgimento delle assemblee, al fine di isolare le implicazioni strutturali delle discipline statutarie e delle configurazioni delle liste. Proprio per questo, essa dovrà essere necessariamente completata alla luce degli esiti del voto, verificando in che misura gli scenari qui ricostruiti abbiano trovato conferma nella prassi o siano stati smentiti dall'effettivo comportamento degli azionisti e degli organi sociali. È in tale confronto tra modello teorico e applicazione concreta che potrà essere compiutamente valutata l'efficacia dei due sistemi e, più in generale, la portata della disciplina della lista del consiglio – come disciplinata dal TUF – nel governo delle società quotate.

Nota Bibliografica

AMATUCCI, MOLLO, *Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Legge capitali. Commentario*, a cura di Martina, Rispoli Farina e Santoro, Torino 2024, 127 ss.;

CALVOSA, *Voto di lista e lista del consiglio uscente*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, 419 ss.;

CLERICI, *Legge Capitali: principali novità di interesse notarile*, in *Notariato*, 2024, 255 ss.;

COLAIORI, *Problemi e riforme del mercato dei capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, II, 350 ss.;

IRRERA, *La lista del cda: una nuova norma nell'occhio del ciclone*, in *www.ilcaso.it*, 12 settembre 2024;

IRRERA, *La lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate (art.12)*, in *Giur. it.*, 2024, 2722 ss.;

LURAGHI, *Sulla lista del Consiglio di amministrazione nella Legge Capitali*, in *Nuove Leggi Civ. comm.*, 2025, 1155 ss.;

MECATTI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, 553 ss.;

PERRINO, *La lista del c.d.a.*, in *Società*, 2024, 857 ss.;

PRESTI, *La norma sulla lista del CdA: ombre e buio*, in *AGE*, 1/2024, 45 ss.;

SAGLIOCCA, *La lista del Consiglio "uscente": prime riflessioni sulle novità della c.d. Legge Capitali*, in *Riv. not.*, 2024, 715 ss.;

STELLA RICHTER jr., *La lista del c.d.a. nelle società quotate*, in *Competitività dei capitali e riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di Montalenti e Notari, Milano 2025, 91 ss.;

VENTORUZZO, *L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Riv. soc.*, 2023, 1096 ss.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
