

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

Supplemento al n. 1/2022

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

**SOSTENIBILITÀ NON FINANZIARIA, “SANA E PRUDENTE
GESTIONE” E GOVERNO SOCIETARIO DELLE BANCHE.**

“ARLECCHINO” NEL C.D.A.?

(NOTE A MARGINE DI UN CONVEGNO SULL’ISOLA DI CAPRI)*

*(Non-Financial Sustainability, “Sound and Prudent Management” and
Corporate Governance of Banks.*

“Harlequin” in the Board of Directors?

(Notes in the Margins of a Conference in Capri))

ABSTRACT: *This article, that is inspired by the conference “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, organized in Capri on June 17 and 18, 2022, analyzes the topic of non-financial sustainability by paying particular attention to its effects on the principle of “sound and prudent management” of banks and on related corporate governance mechanisms.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le nuove coordinate: le fonti di riferimento. – 3. Le “difficoltà” dell’amministrazione. – 4. Sostenibilità non finanziaria e “sana e prudente gestione”. – 5. La *governance* sostenibile delle banche. Regole, “Aspettative” e problemi. – 6. Conclusioni.

1. È opinione diffusa e condivisa che la sostenibilità non finanziaria stia cambiando, per un verso, l’essenza delle regole del mercato e, per l’altro verso, la concezione stessa dell’agire imprenditoriale. Quanto precede, nell’ottica di dare risposta ad una diffusa – ma non meglio definita – necessità di realizzare un “mondo nuovo” e, cioè, privo di quelle “sbavature” o esternalità negative figlie del “turbo-capitalismo” e della finanziarizzazione di un sistema economico, sempre più lontano dal rispetto di obiettivi ambientali, sociali e di *governance* (c.d. ESG).

In un tale contesto, peraltro e come noto già interessato da recenti crisi di di-

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

stinta natura¹, tra i tanti, due sono i profili meritevoli di particolare attenzione: il primo, relativo al rinnovato ruolo che la Vigilanza della Banca d'Italia, nel contesto europeo², assumerà nel “governo” della transizione sostenibile; il secondo, riguardante invece l'impatto che tale transizione avrà sui meccanismi di governo societario, in particolare delle società sottoposte alla suddetta Vigilanza esterna e, più nello specifico, delle banche.

Se, con riferimento al primo tema, le lucide osservazioni della dottrina³ sintetizzano, in una sola battuta, gli estremi di una questione che potrebbe in realtà condurre a risolvere (finalmente?) quella “crisi di identità” che ha colpito il regolatore nazionale a seguito delle modifiche privatizzatrici ed eurounitarie apportate, nel tempo, alla normativa di riferimento, per quanto attiene al secondo punto pare opportuno mettere in evidenza, in questa sede, il profondo legame che oggi unisce obiettivi non finanziari e operato di un c.d.a., chiamato ad occuparsi di sempre più numerose e complesse questioni e, quindi, a “badare” a un numero crescente di interessi, spesso finanche tra loro contrapposti.

Il tutto, con “qualche” conseguenza problematica che è bene mettere in luce, ancor più tenendo a mente l'importanza di quelle questioni “nuove”, tipiche delle regole di “Borsa” di cui oggi molto si discute.

Questioni tra le quali rientrano, ad esempio e infatti, l'attenzione agli *stake-*

¹ Per un'attenta analisi della materia si veda CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in questa *Rivista*, 2020, 1 ss.; ID., *Finanza e politica nell'UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2021, 171 ss.; e ID., *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in questa *Rivista*, 2021, 241 ss. Nonché AA. VV., *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, a cura di MALVAGNA e SCIARRONE ALIBRANDI, Pisa, 2021, reperibile al seguente *link*: <https://www.pacinieditore.it/wp-content/uploads/2021/01/MALVAGNA-SCIARRONE.pdf>.

² Lo scritto si concentra sul contesto nazionale. Quanto alle “fonti” europee si segnalano, *ex multis*, BCE, *The state of climate and environmental risk management in the banking sector*, novembre 2021; ID., *Climate-related risk and financial stability*, luglio 2021; ID., *ECB report on institutions' climate-related and environmental risk disclosures*, novembre 2020.

³ Così CAPRIGLIONE, nel corso del Convegno qui in commento.

holders rilevanti e il perseguimento del c.d. “successo sostenibile”^{4,5}.

2. In via preliminare, è necessario fare il punto, seppur in via sintetica, sulle coordinate e, così, sulle relative fonti di riferimento, di una materia a dire poco mutevole in quanto progressivamente e doverosamente attenta alle esigenze di un mercato che, in tema di sostenibilità, è in costante e crescente movimento.

In particolare, al di là di una forse sterile (e non facile) elencazione delle varie “regole del gioco”⁶, ciò che pare opportuno evidenziare in questa sede è, a monte e in via preliminare alle considerazioni *infra* esposte, il rapporto, talvolta non semplice, intercorrente tra le molte regole in questione, a tal punto stratificate, dinamiche e complesse da rendere (i) difficilmente “sostenibile” la rispettiva “messa a terra”; e (ii) particolarmente “dispendiosa” la *compliance* degli attori operanti nel sistema

⁴ Definito come “*obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”. Per un’analisi più approfondita della materia si rinvia anche alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti.

⁵ In argomento cfr. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 2022, 9 ss.; e CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario*, op. cit.; e ID, *Finanza e politica nell’UE dopo la pandemia*, op. cit. In generale Per uno sguardo sugli approfondimenti esteri in tema di sostenibilità – e al di là di riferimenti più specifici in merito al dibattito in tema del c.d. *stakeholderism* – cfr., *ex multis*, AVRAMOV et AL., *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2021; BUSCH, FERRARINI e GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2021; CLEMENTINO e PERKINS, *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, in *Journal of Business Ethics*, 379 ss.; DIAZ et AL., *Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG*, in *Finance Research Letters*, 2021; ECONOMIDOU et AL., *Does Sustainable Investing matter to the Market?*, reperibile su *ssrn.com*; EDMANS, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, 2020; ENGERT, ENRIQUES, RINGE, VAROTTIL e WETZER, *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, Monaco, 2022; FREIBERG, ROGERS e SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 20-056; FRIEDE, BUSH e BASSEN, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 210 ss.; GILLAN et AL., *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, 2021; MAYER, *Prosperity*, Oxford, 2018. Di recente si veda anche, particolarmente puntuale sul tema in esame, HANSEN, *Unsustainable Sustainability*, reperibile in *Oxford Business Law Blog* dell’8 marzo 2022.

⁶ Si pensi solo al c.d. Regolamento Tassonomia e al c.d. Regolamento “SFDR”, di cui *infra* e su cui si innestano molteplici interventi delle ESAs.

europeo, oggetto di richieste quotidiane e correlati costi, peraltro capaci di arrecare uno svantaggio competitivo in chiave di concorrenza tra ordinamenti.

Il problema, si noti, è centrale e viene ampliato dal ricorso, nella materia *de qua*, ad una molteplicità di “*lawmakers*” che, nel concorrere a modo proprio e su diversi livelli alla realizzazione di un *framework* maggiormente attento a temi (apparentemente) distinti dal mero profitto, paiono confermare gli estremi di un *puzzle* fin quasi capace di porre in dubbio i punti cardine di un ordinamento in cui, per un verso, si sbiadisce progressivamente il principio guida della gerarchia delle fonti ed in cui, per l’altro verso, fonti non cogenti – nel regolare i dettagli (spesso mancanti nelle regole di grado superiore) della questione – finiscono con l’assumere massima vincolatività⁷. Con conseguenti questioni di sistema⁸.

Le considerazioni appena offerte, nondimeno, rivestono una particolare importanza anche sotto un punto di vista pratico-operativo: in particolare, non può negarsi infatti che il carattere “magmatico” della questione – e, cioè, la non chiara definizione degli estremi della materia – sia elemento di “sconforto” (e, soprattutto, di rischio) se letto dal punto di vista di un *management* che, nella crescente confu-

⁷ In argomento cfr. F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 2021, 195 ss., il quale osserva che “*Deve dunque rimarcarsi l’unitarietà dell’azione (sostanziale) delle Istituzioni e delle autorità europee, evenienza da cui discende l’esigenza di un corretto e tempestivo coordinamento a livello europeo delle fonti, che come noto non si sviluppano su un solo piano, stratificandosi in un corpo multilivello che vede le proprie fondamenta nelle libertà e nei principi contenuti nei Trattati (TUE e TFUE), per svilupparsi in modo massivo — da un punto di vista quantitativo e di dettaglio normativo — nel diritto derivato di primo livello (le direttive e i regolamenti) e ancor più marcatamente in quello di secondo livello (ad esempio, le direttive e i regolamenti delegati e di esecuzione, ivi inclusi quelli finalizzati all’adozione di regulatory o implementing technical standards, noti come RTS e ITS, predisposti dalle autorità europee di vigilanza su richiesta della Commissione e formalmente adottati da quest’ultima ai sensi dell’art. 290 TFUE), spesso a sua volta integrato e dettagliato da atti di terzo livello, in taluni casi privi del requisito della vincolatività (ad esempio, orientamenti e linee guida delle autorità europee di vigilanza). Atti che possono avere natura legislativa o meno (è bene ricordare che tale distinzione non è legata alla qualifica del soggetto adottante, bensì alla tipologia di procedura seguita)*”.

⁸ Più in generale sul tema della regolazione del mercato finanziario di vedano, di recente, ANNUNZIATA e LAMANDINI, *Questo è un nodo avviluppato*: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 34 ss. Nonché, anche su altri aspetti, SARTORI, *Il diritto dell’economia nell’epoca neoliberale: tra scienza e metodo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di PASSALACQUA, Padova, 2022, 145 ss.

sione descritta poc'anzi, resta fin quasi “sospeso” nella ricerca del corretto indirizzo cui orientare la propria azione gestoria.

Azione, forse e pertanto, non solo più mirata alla realizzazione dell'interesse degli azionisti – con problemi “annessi e connessi”.

3. Il punto in ultimo sollevato assume rilevanza cruciale e si innesta in quel più ampio dibattito circa la corretta “posizione” della società tra *shareholderism* e *stakeholderism*, come noto particolarmente fervido negli ultimi anni⁹.

Senza voler scendere, in questa sede, nel dettaglio della questione¹⁰ e del tema, più complesso e probabilmente senza soluzione (o, finanche, senza rilevanza?!¹¹), dell'interesse sociale¹², e volendo anzi ricondurre l'argomentazione nei perimetri tipizzanti il diritto dell'economia, paiono in merito potersi affermare alcuni punti di partenza, utili all'esame che segue.

Punti che, nel complesso, confermano le difficoltà che la funzione di amministrazione di certe società (banche) – già chiamata ad attuare un processo di “mutazione genetica”¹³ dell'ente – vive nell'attuale contesto storico e che riguardano, ri-

⁹ Per tutti cfr. BEBCHUK e TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 164 ss. Nonché, più datato, HART e ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in *ECGI - Finance Working Paper* 521/2017, 1 ss. Quanto al contesto italiano si vedano, di recente e tra i molti, STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 16 ss. e TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. Soc.*, 2021, 3 ss.

¹⁰ Sia, sul punto, concesso il richiamo al mio RIGANTI, *Regolazione del mercato e “fine di lucro”*. *Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Diritto Bancario – Dialoghi di diritto dell'economia*, maggio 2022, reperibile qui: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/05/federico-riganti-dialoghi-2022.pdf>.

¹¹ Cfr. FISCH e SALOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, in *Texas Law Review*, 2021, 1309 ss., reperibile qui: <https://texaslawreview.org/wp-content/uploads/2021/07/Fisch.Printer.pdf>.

¹² In argomento, di interesse, cfr. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, in *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper* #559/2020, reperibile qui: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3753594.

¹³ Per tutti, si vedano CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019. In argomento, sia altresì consentito il richiamo al mio RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020.

spettivamente, tanto (i) la corretta identificazione della “sostenibilità” non finanziaria quanto (ii) le “interferenze” del regolatore sugli aspetti qui discussi.

Con riferimento al primo punto, condivido, senza dubbi o remore, quanto affermato nel corso del Convegno sull’isola di Capri¹⁴: la sostenibilità deve essere intesa come regola di condotta e, come tale, idonea a divenire strumento di prevenzione del rischio di sistema¹⁵, innanzitutto attraverso la realizzazione di fattori ESG.

Tale regola è, aggiungerei, per definizione protratta al futuro (nel termine “sostenibilità” si scruta infatti, innegabilmente, una visione *long-term*)¹⁶, pur tuttavia risultando la stessa inidonea a mutare, anche nel medio-lungo termine, vuoi il fine, vuoi l’oggetto, degli operatori economici, in ogni caso (e fino a che non cambino le leggi)¹⁷ indirizzati al perseguimento del lucro e alla realizzazione del proprio oggetto sociale.

Parallelamente, ritengo potersi ammettere che la sostenibilità non finanziaria si presenti, dunque, quale ulteriore “irrigidimento”, o maggiore specificazione, di principi già noti all’ordinamento, primo fra tutti quello della “corretta amministrazione” e del “buon amministratore”, richiesti *ex lege* (si veda il combinato disposto dato dagli artt. 2381 e 2392 c.c.) ai gestori della società.

Alzando lo sguardo, l’argomento in analisi, pertanto, pare anche riconducibile al profilo, più ampio, delle “clausole generali speciali”¹⁸ che impongono “para-

¹⁴ Così SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno qui in commento.

¹⁵ In merito si vedano, recentissimi, BIS, *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, qui reperibile: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.htm>.

¹⁶ Dovendosi tuttavia evidenziare, in argomento, una certa demonizzazione verso le politiche *short-term*. Sul punto v. ROE, *Missing the target. Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem*, Oxford, 2022.

¹⁷ Si ricordi, sul punto, il chiaro dettato dell’art. 2247 c.c., secondo cui “*Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l’esercizio in comune di un’attività economica allo scopo di dividerne gli utili*”.

¹⁸ In merito, per tutti, MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 23 ss. Nonché ID., *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in *Oss. Dir. Civ. Comm.*, 2015, 133 ss.

digmi comportamentali” in capo agli amministratori.

Paradigmi che, da un lato richiamando la “diligenza richiesta dalla natura dell’incarico e dalle specifiche competenze” nonché “l’obbligo di agire in modo informato”, e dall’altro lato dovendo essere ricollegati all’attuale contesto di riferimento così come fornito dai mercati e dalle relative regole, non possono che “farsi carico” di un tema, quello della sostenibilità non finanziaria, peraltro centrale nelle dinamiche di gestione del rischio e oggetto di recenti incursioni anche da parte della giurisprudenza¹⁹.

Con riferimento al secondo profilo – relativo alle “interferenze” del regolatore e, cioè, al ruolo della Vigilanza anche nei confronti dei meccanismi di *corporate governance* – è invece opportuno osservare quanto segue, in particolar modo relativamente al settore qui in esame²⁰.

¹⁹ Si veda, sul punto, ALPA, *Tre casi paradigmatici di responsabilità sociale delle imprese per violazione di diritti fondamentali: Vedanta, Okpabi, Milieudéfensie*, in *Contratto e impresa Europa*, 2021, 257 ss.

²⁰ Per un inquadramento della materia si vedano, *ex multis* e oltre agli autori già citati, AA. VV., *Il governo delle banche. Atti del Convegno di Salerno del 27 giugno 2014*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di PRINCIPE, Milano, 2015; AA. VV., *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre. Atti del convegno di Courmayeur del 22-23 settembre 2017*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di MONTALENTI e NOTARI, Milano, 2018; AA. VV., *La governance delle società bancarie. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di DI CATALDO, Milano, 2014; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell’attività*, Bologna, 2020; CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell’organo di supervisione strategica e dell’organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 19 ss.; ID., *L’impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, *ivi*, 2019, 27 ss.; CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001; ID., *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. soc.*, 2015, 947 ss.; COSTI e VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d’Italia*, 2008, n. 62; DE PRA, *Il nuovo governo societario delle banche*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 525 ss.; FRIGENI, *La governance delle società bancarie. Rapporto sull’attività di ricerca progetto PRIN 2010-11* (comitato scientifico: SANTORO, MANCINI, PACIELLO, RISPOLI FARINA, SCIARRONE ALIBRANDI, TONELLI e VALENSISE); MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 413 ss.; MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012; MOSCO e LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss.; PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; nonché VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa soc.*, 2014, 289 ss. Sia poi consentito il richiamo a RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e corporate governance*, Torino, 2019, ove ulteriori riferimenti

4. Quanto sopra esposto in chiave generale assume ancora maggiore rilevanza – e complessità – laddove rapportato al “micro-cosmo” bancario e, così, al tema della “sana e prudente gestione” delle banche, che di questo è “stella polare” e parametro di riferimento.

Il profilo in questione, in particolare, è noto ed è stato in passato oggetto di un ampio dibattito²¹ che, oggi, merita di essere rivisitato e aggiornato in relazione alle novità introdotte dalle regole di riferimento in punto sostenibilità non finanziaria.

Lo stesso, nondimeno, deve per forza essere indicizzato a ciò che legge tecnicamente non è – ma, come detto sopra, della legge parrebbe avere la forza – e, cioè, ai vari auspici (e, dunque, non solo dettami) regolamentari, tra i quali a titolo esemplificativo assumono una certa importanza, nella materia in esame e con riferimento alla Banca d’Italia, le “Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali” dell’aprile 2022²². Documento, quest’ultimo, che affrontando con attenzione il tema della *corporate governance*, da me *infra* approfondito, pare dunque meritevo-

bibliografici; e a ID., *La gestione del rischio nelle banche: aspetti di corporate governance e impatto sul sistema dei controlli interni nelle società*, in *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di CERRATO, Torino, 2019. Per un approfondimento di stampo internazionale e comparato in tema di governo societario delle banche, con riferimenti anche più ampi rispetto ai profili esaminati in questa sede, si vedano poi, in prima battuta, BUSCH, FERRARINI e VAN SOLINGE, *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019; ENRIQUES e ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *ECGI Law Working Paper n 294/2014*, 2014; ID. e HERTIG, *Improving the Governance of Financial Supervisors*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2011, 357 ss.; HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *ECGI Law Working Paper n 507/2020*, 2020; MACEY e O’HARA, *The Corporate Governance of Banks*, in *Econ. Pol. Rev.*, 2003, 91 ss.; MÜLBERT, *Corporate Governance of Banks*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, 411 ss.; e THAKOR, *Post-Crisis Corporate Culture and Governance in Banking*, in *ECGI Finance Working Paper n 658/2020*, 2020.

²¹ In argomento sia poi consentito il richiamo a RIGANTI e WEBER, *Market Regulation, Banking Industry and ESG: The Long and Winding Road to Sustainability*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, dicembre 2021, reperibile qui: <https://openreviewmbf.org/2021/12/13/market-regulation-banking-industry-and-esg-the-long-and-winding-road-to-sustainability/>.

²² Per un recente e sintetico inquadramento si veda GILIBERTO, *I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza*, in *Minerva Bancaria*, 2022, 3, 97 ss.

le di una certa attenzione²³.

Orbene, al fine di un corretto inquadramento, è necessario innanzitutto ricordare gli estremi della locuzione sopra indicata e, dunque, precisare il significato della “sana e prudente gestione”²⁴, dando per assodata e (non acriticamente) condivisa, in quanto necessaria a minimizzare la rigidità delle regole tecnico-finanziarie, la politica legislativa utilizzata e per l’appunto intesa a scrivere clausole generali ed elastiche – e, dunque, doverosamente passibili di storicizzazione²⁵ – quale quella in oggetto per orientare l’operato del regolatore di settore²⁶.

Venendo poi al piano semantico, ritengo che la gestione “sana e prudente” consista, innanzitutto, in un’attività di amministrazione tanto “alta” quanto “quotidiana” indirizzata al perseguimento esclusivo degli interessi della banca, così come calati – questo l’elemento distintivo dell’argomento in esame – nell’ordinamento del credito e nella sua tutela costituzionale (cfr. art. 47 Cost.).

La “sana e prudente gestione”, in una tale ottica, pare dunque non solo fare da strumento e fine dell’attività della Vigilanza²⁷ ma anche, e a monte, essere “*trait d’union*” tra due “mondi” – il diritto privato e il diritto pubblico, poi “fusi” nel diritto dell’economia – che nel settore bancario non possono che dialogare e sintetizzarsi.

La sintesi, in particolare, dovrebbe avvenire (e spesso infatti avviene) per il tramite, da un lato, di un regolatore “prudenziale” che limita il proprio intervento

²³ Si precisa che l’esame in oggetto non intende soffermarsi sui provvedimenti delle Autorità europee di vigilanza, tra i quali si veda in ogni caso EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, giugno 2021.

²⁴ In argomento, per tutti, vedi i recenti approfondimenti di SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di PASSALACQUA, Padova, 2022, 63 ss. Sempre in tema sia poi permesso il richiamo a RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, op. cit., ove ulteriori riferimenti bibliografici tra cui si segnala SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2017, I, 131 ss.

²⁵ Così SEPE, op. cit., 72, che sul punto richiama CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 5*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2012, 55.

²⁶ Nuovamente, sul punto, cfr. le riflessioni di SARTORI, op. cit.

²⁷ In argomento RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, op. cit., ove ulteriori riferimenti bibliografici.

alla “salvaguardia” delle “*rules of the game*”, in quanto preordinate alla “tenuta” del sistema; nonché, dall’altro lato, attraverso un corretto comportamento di operatori il cui carattere imprenditoriale non deve certo essere messo in discussione²⁸, quanto piuttosto relazionato a dettami comportamentali oggettivamente indirizzati alla salvaguardia del settore di riferimento (e, si ripete, alla tutela costituzionalmente garantita del credito).

In tal senso, quindi, la “sana e prudente gestione”, letta sia come finalità della Vigilanza, sia come regola di condotta dell’intermediario²⁹, è concetto multiforme e adattabile al caso concreto, alle circostanze e alle evenienze³⁰, secondo un disegno che, in estrema sintesi, conferma, a prescindere, la necessità di una gestione sia tendenzialmente *risk adverse* (questa la gestione prudente), sia indipendente, competente, corretta, efficace ed efficiente³¹ (questa la gestione sana).

Quanto, poi, al tema di questo scritto, ferme restando le osservazioni sopra esposte, è necessario interrogarsi circa il grado di permeabilità della “sana e prudente gestione” rispetto alle rimanenti regole di *hard law* e di *soft law* dell’ordinamento. Quesito, questo, propedeutico a comprendere se la locuzione in esame, oltreché preordinata a garantire una sostenibilità finanziaria degli operatori e, dunque, del sistema, sia anche in grado di condurre (leggasi: imporre) il perseguimento e la realizzazione di fattori ESG.

Il tema – di recente affrontato dalla dottrina più autorevole³² – è complesso e potrebbe condurre, se portato agli estremi, non solo a dare conferma a quanto già osservato, in tema di mutazione della *governance* bancaria e in tempi non sospetti, in chiave accademica³³, bensì anche a riaprire la discussione su una questio-

²⁸ Così come osservato da SACCO GINEVRI, *op. ult. cit.*

²⁹ In argomento SEPE, *op. cit.*, 72.

³⁰ Sul punto SEPE, *op. cit.*, 72.

³¹ In argomento RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, *op. cit.*, ove ulteriori riferimenti bibliografici, nonché SEPE, *op. cit.*, 73

³² In argomento cfr. SEPE, *op. cit.*, 74.

³³ Si v. CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, *op. cit.*

ne centrale ma forse troppo spesso sottovalutata, se non per qualche mirato intervento della dottrina più attenta: quella relativa all'interesse sociale delle banche³⁴.

Quanto precede posto che, a ben vedere, l'ESG richiama "per definizione e natura" l'attenzione a diverse categorie di *stakeholders* pubblici e privati i cui interessi, peraltro spesso tra loro confliggenti, se doverosamente tenuti in considerazione (si pensi all'esempio di scuola di una banca quotata e come tale tenuta, sulla base del Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana, al "successo sostenibile" sopra menzionato), non potrebbero che sfumare l'interesse della banca e le ragioni imprenditoriali come detto tipizzanti la relativa attività.

Orbene, sul punto in questione ritengo che la "sana e prudente gestione" sia concetto permeabile e che dunque all'interrogativo posto circa l'eventuale suo dialogo con fattori anche esterni al profilo finanziario si debba fornire risposta positiva.

Risposta che, tuttavia, non deve essere fornita in forza di letture *politically correct*, quanto piuttosto sulla base della considerazione, spesso dimenticata, che conduce a leggere la sostenibilità non finanziaria (e dunque, a valle, il perseguimento di obiettivi ESG) innanzitutto come un rischio: il c.d. "rischio di sostenibilità", codificato all'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088 (*Regulation on sustainability-related disclosures in the financial services sector*) e inteso come un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, qualora si verificasse, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento³⁵.

In quanto rischio, la sostenibilità non finanziaria non può dunque che rientrare nel raggio di operatività della gestione "prudente" e ciò, si ripete, non già per motivi "altri" (o "altruistici"), quanto piuttosto nell'ottica di adeguata mitigazione e gestione delle esternalità negative derivanti dal mercato e dalla sua ipotetica evolu-

³⁴ Sul punto, per tutti, si veda SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2017, 1550 ss.

³⁵ E sul punto non si scordi anche l'EBA, *Report on management and supervision of ESG risks*, cit.

zione (insostenibile)³⁶. Il tutto, tenendo altresì conto dell'interesse che, ad esempio, il cambiamento climatico riveste per l'attività delle banche centrali e per la rispettiva identità nel medio-lungo periodo³⁷.

Da quanto precede derivano ulteriori corollari di stampo macro-pubblicistico e micro-privatistico.

Pur a fronte della centralità del primo profilo – che, come evidenziato in dottrina, correttamente potrebbe portare alla costruzione di un nuovo pilastro regolamentare³⁸ – vorrei in chiusura soffermarmi sul secondo tema, interrogandomi, in breve, sul rapporto intercorrente tra ESG e *governance* delle banche.

5. A questo punto del discorso è possibile affermare che:

(i) la sostenibilità non finanziaria (con correlata realizzazione di obiettivi ESG) è regola di condotta in capo agli operatori;

(ii) la sostenibilità non finanziaria (con correlata realizzazione di obiettivi ESG), in quanto rischio (tra l'altro, con risvolti ormai anche reputazionali!), rientra nell'operatività del concetto di "sana e prudente gestione", conseguentemente:

(a) imponendo all'organo di supervisione strategica e all'organo di gestione delle banche di tenere in debita considerazione anche il profilo in esame nell'ambito delle rispettive attività, sia se compiute verso l'esterno, sia se disposte verso l'interno (ad es. adeguatezza degli assetti organizzativi);

(b) richiedendo all'organo di controllo delle banche di verificare anche il rispetto di quanto precede; il tutto, altresì, nell'ottica dell'attivazione del flusso informativo a favore della Banca d'Italia di cui all'art. 52 TUB³⁹;

³⁶ In argomento si veda anche RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi su rischio, fattori ESG e corporate governance nelle banche*, in corso di pubblicazione su questa *Rivista*, 2022, 1.

³⁷ Sul punto cfr. SEPE, *op. cit.*, 81.

³⁸ Così SEPE, *op. ult. cit.*

³⁹ Ai sensi del quale, come noto, l'organo di controllo "informa senza indugio la Banca d'Italia di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano

(iii) la sostenibilità non finanziaria, di diritto e di fatto, conduce a un rinvigorismento dell'intervento esterno dell'Autorità di Vigilanza nei confronti degli *interna corporis* della società, peraltro con potenziale limitazione del principio della discrezionalità gestoria in capo agli amministratori delle stesse (v. *infra*).

Il quadro che ne deriva dimostra dunque, nel complesso, l'impatto evidente che il tema della sostenibilità e, più in particolare ad oggi, quello collegato del *climate change*⁴⁰, hanno in relazione al governo societario delle banche. Entrambi i profili, infatti, toccano punti di indiscussa centralità per la struttura e per l'operatività bancaria. Tra questi, vorrei ancora soffermarmi su quelli legati (i) alla nomina e alla "preparazione" del c.d.a.; (ii) alla relativa remunerazione; (iii) alla predisposizione di assetti organizzativi adeguati ed efficienti; (iv) al principio della discrezionalità gestoria.

Orbene, andando con ordine, è nota l'attenzione che la Banca d'Italia ripone sull'organo con funzione di supervisione strategica, ora depositario anche di specifiche competenze in tema ESG. Sul punto non va infatti dimenticato che l'attuale formulazione della Circolare 285 del 2013, recante "Disposizioni di vigilanza per le banche"⁴¹, richiede all'organo in parola di tenere in considerazione, nella predisposizione delle proprie strategie aziendali, determinati profili, tra i quali vi sono "*iv* gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ambientali,

costituire una irregolarità nella gestione delle banche o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria".

⁴⁰ Interessante, sul punto, il recente approfondimento OCSE, *Climate Change and Corporate Governance*, 2022, reperibile sul relativo sito istituzionale. In generale sui riflessi dei fattori ESG sull'impresa cfr., per tutti, ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa*, Bologna, 2021.

⁴¹ Per completezza di indagine si segnala che tra gli interventi rilevanti dell'Autorità di Vigilanza vanno annoverati: (i) la Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999 (Istruzioni di vigilanza per le banche); le (ii) "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 – contemplate ed integrate dal documento denominato "Applicazione delle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", emanato dalla nostra Banca Centrale l'11 gennaio 2012 –; la (iii) Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, recante "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche", s.m.i.; nonché la citata (iv) Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, intitolata "Disposizioni di vigilanza per le banche" s.m.i.

sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali”⁴².

Una tale richiesta, si noti, è supportata altresì dalle sopra indicate Aspettative che, in verità dimostrando un certo grado di coerenza, affermano che “*L’organo di amministrazione degli intermediari svolge un ruolo attivo di indirizzo e governo nell’integrare i rischi climatici e ambientali nella cultura e nella strategia aziendale nonché nel risk appetite framework aziendale (ove previsto) e nei limiti di rischio dei portafogli gestiti, declinando in modo coerente le principali policy aziendali e l’adattamento dei sistemi organizzativi e gestionali. In tale ottica l’organo di amministrazione approva un appropriato piano di iniziative*” (Aspettativa 1).

Premessa di quanto precede è, in particolare, la presenza nel *board* bancario di figure dotate di adeguata competenza, di una chiara distinzione di ruoli e responsabilità e di un efficiente scambio informativo.

Elementi, questi, che vengono assicurati e si traducono, quindi, (i) in un’attenta disamina e verifica del “*carattere fit and proper*”⁴³ dei candidati consiglieri, da effettuarsi *ex ante* in fase di individuazione e presentazione degli stessi (ad es. in caso di liste) ed *ex post* in fase di autovalutazione⁴⁴, nonché (ii) in una più analitica strutturazione dei meccanismi interni ad un c.d.a., nel quale risulta essere “*cosa buona e giusta*” la previsione di un comitato *ad hoc* in tema ESG, con funzioni consultive, istruttorie e propositive⁴⁵.

Uguale attenzione, poi, è posta al tema dell’informazione (che non deve essere confuso con quello, altrettanto importante, del “*dialogo*” sui temi in esame,

⁴² Si veda, sul punto, la Circolare 285/2013, Parte Prima.IV.1.10.

⁴³ Ed in merito si ricordino, a livello nazionale, le recenti *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell’idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, pubblicate dalla Banca d’Italia in data 5 maggio 2021.

⁴⁴ In argomento cfr. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca impr. e soc.*, 2022, 3 ss.

⁴⁵ Fermo restando poi, nel concreto, il problema circa la corretta allocazione di responsabilità in caso di comitati poi nei fatti esecutivi o “*para-esecutivi*”. In argomento cfr. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo*, op. cit.

esterno ed interno all'assemblea⁴⁶), da intendersi tanto come endo-consiliare (anche ai fini dell'ultimo comma dell'art. 2381 c.c. e della responsabilità di cui all'art. 2392 c.c.), quanto, e più in generale, come endo-societaria e, cioè, ispiratrice di quei flussi che, solo attraverso assetti organizzativi adeguati, possono confermare un rapido ed efficiente smistamento di informazioni tra funzioni aziendali e organi della società.

L'attenzione riposta dall'attività gestoria alla sostenibilità non finanziaria e ai fattori ambientali, sociali e di *governance* è, peraltro, assicurata da un crescente ricorso a quei meccanismi di remunerazione e incentivazione che, per il diritto delle società, sono un metodo di mitigazione del rischio di agenzia⁴⁷ e che, agli occhi del regolatore, sono altresì chiave di volta di un sistema competitivo ed efficiente.

In merito, va infatti ricordato che la richiesta regolamentare mossa dall'Autorità di Vigilanza di stabilire sistemi retributivi coerenti *“con gli obiettivi e i valori aziendali, ivi inclusi gli obiettivi di finanza sostenibile che tengono conto, tra l'altro, dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), e con le strategie di lungo periodo e le politiche di prudente gestione del rischio della banca, ivi comprese le strategie di monitoraggio e gestione dei crediti deteriorati, coerentemente con quanto definito nell'ambito delle disposizioni sul processo di controllo prudenziale”*⁴⁸ assume ruolo centrale nell'indirizzo delle politiche di un *management* che, in forza di quanto sopra esposto, troverà un evidente disincentivo a compiere operazioni *short-term* (e sul punto si veda anche l'art. 123-ter TUF), di contro privilegiando investimenti di medio-lungo termine, secondo un auspicato allineamento di interessi tra mercati, amministratori, società e soci, in linea teorica tanto complesso quanto

⁴⁶ In argomento si vedano, *ex multis* e per un inquadramento, ALVARO, MAUGERI e STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Consob, Quaderno Giuridico 19/2019*, reperibile qui: https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset_publisher/pWAo8NyyjOZ1/content/qg19/11973.

⁴⁷ Come punto di riferimento si prenda KRAAKMAN et AL., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017.

⁴⁸ Si veda, sul punto, la Circolare 285/2013, Parte Prima.IV.2.6.

capace di azzerare eventuali asimmetrie e conseguenti esternalità.

Con riferimento, infine, al tema della discrezionalità gestoria, non si può che concordare con quanto discusso e affermato nel corso del Convegno sull'isola di Capri: la *Business Judgment Rule* (BJR) è principio cardine che mira a proteggere gli amministratori nel loro operato nei confronti di possibili azioni di responsabilità e salvo il caso di operazioni manifestamente irrazionali.

Ora, fermo restando quanto precede, anche a fronte delle citate incursioni della giurisprudenza nei confronti di gestioni non attente alle ragioni degli *stakeholders*⁴⁹ e a un'oggettiva difficoltà di richiamare la protezione sopra indicata (BJR) in un quadro tanto tecnico quanto variegato, una criticità pare tuttavia scorgersi all'orizzonte: quella consistente in un possibile allargamento delle ipotesi di responsabilità gestoria legate a fattori ESG ad oggi non chiaramente definiti.

La responsabilità degli amministratori, in altri termini, rischierebbe non solo di rinvigorirsi in caso di mancata *compliance* alle "richieste" regolamentari sopra sinteticamente elencate (con conseguente responsabilità sanzionatoria), ma anzi potrebbe riguardare tutti quei casi in cui – nell' (direi) inevitabile *trade-off* tra interessi diversi (chi e quanto privilegiare tra azionisti e terzi e tra i diversi terzi? Quale finalità è meglio realizzare tra E, S o G? ecc.) e a fronte di oggettive difficoltà di "calcolo" (c.d. "*rating disagreement*") – la valutazione dei *goals* da realizzare possa apparire, in un secondo tempo, ingiustificatamente (e civilisticamente) lesiva di una delle molteplici – e potenzialmente indefinite – posizioni in gioco.

Situazione, questa descritta, dunque particolarmente critica se rapportata all'interno di un c.d.a. bancario in cui, al di là delle già note questioni problematiche circa la responsabilità degli amministratori non esecutivi, sempre meno chiaro sembrerebbe essere, per l'amministratore "Arlecchino"⁵⁰, il "padrone" cui fare riferi-

⁴⁹ In argomento si veda, *inter alia* e per un utile inquadramento, ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Rapporto del 18 marzo 2021.

⁵⁰ Riferimento letterario, questo, più volte utilizzato con lungimiranza da SACCO GINEVRI, in ultimo nel corso del Convegno di Pisa, "*L'ecosistema del mercato europeo tra diritto e*

mento (soci, Banca d'Italia o altri *stakeholders*?).

6. In conclusione, è necessario dialogare con due quesiti che, posti in modo lungimirante⁵¹, toccano altrettanti punti nodali della materia: (i) se la sostenibilità non finanziaria e l'ESG, a "conti fatti", siano capaci di divenire criterio moderatore del "fine di lucro" e (ii) se l'attuale *trend* sostenibile in commento possa avere – e, nel caso, di che tipo – conseguenze di natura concorrenziale.

Orbene, volendo limitarsi ad un cenno conclusivo – e posta la complessità di due questioni che, da sole, implicherebbero di sicuro più approfondite attività di ricerca e redazione – ritengo che la sostenibilità non finanziaria e la portata del fenomeno ESG siano non già preludio ad un affievolimento del fine di lucro, quanto piuttosto un elemento che conferma la centralità del raggiungimento del fine medesimo, tuttavia tramite mezzi innovativi, capaci per quantità e complessità di dare risposte anche ad esigenze "terze". Ciò realizzando, in altri termini e in estrema sintesi, non l'abbandono del mercato, ma la creazione di un mercato nuovo.

Quanto precede, almeno fino a che – come detto – nell'ordinamento nazionale non vengano introdotte variazioni tali da modificare la *golden rule* del diritto imprenditoriale (e, cioè, la divisione degli utili tra i soci) codificata, come noto, dall'art. 2247 c.c.

Con riferimento, invece, al secondo tema, pare corretto prevedere, anche sulla base di un'analisi empirica del mondo che già ci circonda, una spinta concorrenziale "anomala", che porterà il confronto tra diversi attori del mercato a svolgersi non solo più sul contenuto stesso del servizio o del prodotto, bensì anche (e ancor più) sulle modalità con cui gli stessi sono "creati" ed offerti al pubblico.

Spinta, parrebbe potersi dire, virtuosa ma anche pericolosa: e ciò poiché, (i)

innovazione", del 24 giugno 2022, in particolare in occasione dell'intervento "*Responsabilità sociale d'impresa e assetti organizzativi*".

⁵¹ Il riferimento è all'intervento che, nel corso del Convegno qui in commento, CAPRIGLIONE ha offerto in chiusura alla relazione di SACCO GINEVRI.

capace di arrecare uno svantaggio competitivo, almeno iniziale, a imprese operanti su territori caratterizzati da normative più rigide (e, dunque, costose) in punto sostenibilità non finanziaria; (ii) forse incline a incentivare comportamenti abusivi (leggasi *greenwashing*); e (iii) anche idonea ad “importare” nel diritto logiche di stampo etico che, a ben vedere, attengono in realtà a tutt’altro campo di gioco.

In conclusione e in altri termini: il cammino è ancora lungo ma, certamente, il “dado” della sostenibilità è ormai tratto e le relative conseguenze, in punto *governance* e non solo, sono ben visibili.

E ciò, almeno con riferimento ai mercati finanziario e bancario (ma non si scordi la centralità anche del settore assicurativo) che del cambiamento dell’economia reale (ad oggi forse lasciata eccessivamente a margine dei discorsi sulla sostenibilità non finanziaria) sono e saranno i motori e, cioè, i veri finanziatori.

Federico Riganti

*Ricercatore di Diritto dell’economia
nell’Università degli Studi di Torino*