

Ai miei nonni, ai miei genitori e ai miei fratelli, che hanno sempre creduto in me; a L.o.F., ai Peocci e a tutti quelli che hanno riempito di gioia questi anni; ad Augusta, Vieri, Francesco e Lorenzo, con i quali ho superato le tappe più importanti di questo percorso.

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO
DIPARTIMENTO DI DIRITTO PUBBLICO, INTERNAZIONALE E
COMUNITARIO



CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA
A.A. 2023/2024

TESI DI LAUREA IN DIRITTO BANCARIO
LA RILEVANZA DEI FATTORI ESG NELLA CONCESSIONE DI CREDITO
BANCARIO

RELATORE: CHIAR.MO PROF. MATTEO DE POLI
CORRELATORE: CHIAR.MO PROF. STEFANO SOLARI

LAUREANDO: GIORGIO TOSO
MATRICOLA N. 1143181

INDICE

Prefazione.....	1
Capitolo I - Verso un credito bancario sostenibile: inquadramento sistematico.....	3
1. <i>La sostenibilità nell'impresa (bancaria)</i>	3
2. <i>Cosa si intende per fattori ESG? Origine, utilizzi e criticità</i>	19
3. <i>I fattori ESG come rischio</i>	36
Capitolo II - Il quadro normativo europeo sulla sostenibilità	47
1. <i>Dall'Accordo di Parigi al Green Deal europeo, un rapido excursus</i>	47
2. <i>Il Regolamento (UE) 2020/852 (o Regolamento Tassonomia)</i>	53
3. <i>Il Regolamento (UE) 2019/2088 (o SFDR) ...</i>	59
4. <i>...e la Direttiva (UE) 2022/2464 (o CSRD)</i>	67
5. <i>La proposta di Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence (o CSDDD)</i>	75
6. <i>Le tendenze evolutive nel comparto bancario</i>	94
6.1 <i>Le proposte di modifica del "CRD IV Package": cenni</i>	97
6.2 <i>L'impatto delle Aspettative di Vigilanza della BCE e Banca d'Italia alla luce del principio della sana e prudente gestione: cenni</i>	108
Capitolo III - La valutazione del merito creditizio dell'impresa: la rilevanza dei fattori ESG	125

1. <i>La verifica del merito creditizio come adempimento di un obbligo nei confronti del cliente</i>	125
2. <i>I fattori ESG nella valutazione del merito creditizio</i>	149
2.1 <i>I fattori ESG nei provvedimenti dell'ABE</i>	160
2.2 <i>Dal lato dell'impresa: gli assetti adeguati ex art. 2086, secondo comma, c.c. e il principio della prevenzione dei rischi finanziari</i>	180
3. <i>Possibili ricadute</i>	199
Capitolo IV - Il fenomeno dell'ESG Lending e l'ESG covenant come strumento per il monitoraggio del prestito	211
1. Il fenomeno del c.d. "ESG lending"	211
2. <i>Una via per il monitoraggio del prestito ESG: gli ESG Covenants</i>	218
Conclusioni	229
Abbreviazioni	243
Normativa di Riferimento.....	247
Giurisprudenza.....	255
Provvedimenti delle Autorità	259
Bibliografia	263

PREFAZIONE

Con il presente lavoro si intende analizzare la disciplina inerente alla concessione dei prestiti da parte delle banche, con particolare riguardo alla valutazione del merito creditizio, come interessata dalla normativa europea sulla finanza sostenibile.

Nel primo capitolo verrà approfondito il dibattito accademico che vede contrapposti i sostenitori della teoria dello *shareholderism* a quelli dello *stakeholderism* attorno alla rilevanza che la sostenibilità (ambientale e sociale) riveste nel modulare l'interesse dell'impresa. Ad essere esaminata, in particolare, sarà la sigla "ESG", acronimo che indica i fattori *environmental, social* e *governance* e di cui, si parlerà in termini di rischio e di obiettivo.

Nel secondo capitolo verrà effettuata una panoramica dei principali interventi del legislatore comunitario sulla finanza sostenibile tra provvedimenti di *hard* e *soft law*. In particolare, verranno esaminati il reg. (UE) 2020/852 ("*Taxonomy Regulation*", o TR), il reg. (UE) 2019/2088 (o "*Sustainable Financial Disclosure Regulation*", o SFRD), la dir. (UE) 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive*", o CSRD), la proposta di direttiva sulla "*Corporate Sustainability Due Diligence*" e, infine, le aspettative delle Autorità di vigilanza (BCE e Banca d'Italia) rivolte agli istituti di credito.

Nel terzo e quarto capitolo, invece, entrando nel cuore del tema, si analizzerà più specificamente l'impatto dei fattori ESG nell'accesso al credito bancario e, rispettivamente, la loro capacità di materializzare il rischio di controparte (accezione di

ESG in termini di rischio) e di orientare il prestito verso la realizzazione della transizione sostenibile (accezione di ESG in termini di obiettivo). Dopo aver definito i contorni giuridici dell'attività di valutazione del merito creditizio, verranno quindi studiati nel dettaglio gli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea sulla concessione e sul monitoraggio dei prestiti e il *report* sulla supervisione e la gestione degli intermediari finanziari, disposizioni che orientano (pur sempre nel modo condizionale, essendo fonti di *soft law*) nel concreto l'attività di verifica evocata.

CAPITOLO I

-

VERSO UN CREDITO BANCARIO SOSTENIBILE: INQUADRAMENTO SISTEMATICO

1. *La sostenibilità nell'impresa (bancaria)*

Con il termine “sostenibilità” ci si può riferire tanto al profilo finanziario dell'impresa quanto a quello sociale e ambientale. Nella prima accezione, è sostenibile l'impresa che assicura la propria continuità nel medio-lungo periodo con strategie equilibrate, sufficientemente prudenti e accorte¹. Nel secondo senso, invece, il termine indica la capacità di tenere presenti le conseguenze della crescita economica su tutti i piani collegabili alla vita umana nel pianeta terra²: pertanto, l'impresa è “sostenibile” quando non produce esternalità tali da pregiudicare (o, meglio, da contribuire a pregiudicare), nell'orizzonte

¹ Si v. S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 69, che sottolinea, poi, come questa accezione di sostenibilità nulla aggiunga rispetto al dovere degli amministratori di assicurare il *going concern*, di cui all'art. 2086 c.c., concetto peraltro oggi rafforzato dall'art. 3 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, il quale sancisce il dovere di curare assetti volti a percepire tempestivamente lo stato di crisi (che si concreta, semplificando, nello squilibrio patrimoniale o economico-finanziario dell'impresa) e ad assumere iniziative per superarlo o gestirlo.

² A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, I, 415.

temporale considerato, gli assetti naturali, ambientali, climatici, sociali, sanitari, dei diritti civili, etc³. L'impresa in tal senso sostenibile, quindi, è un'impresa socialmente responsabile. Tuttavia, non per forza un'impresa sostenibile sotto il punto di vista ambientale e sociale è anche sostenibile sotto il profilo economico-finanziario⁴.

³ M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 30. Il tema è quello della *Corporate Social Responsibility (CSR)* su cui si v., *ex multis*, C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. Soc.*, 2018, 3 ss.; H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. Soc.*, 2023, 803 ss.; U. TOMBARI, *Corporate social responsibility (CSR) environmental social governance (ESG) e "scopo della società"*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2021, 225 ss; G. CONTE, *L'impresa responsabile*, Giuffrè, Milano, 2018, 55 ss., secondo cui «un'impresa socialmente responsabile è un'impresa che svolge attività economiche e persegue finalità lucrative tenendo sempre consapevolmente presente l'impatto che queste sue iniziative producono sul piano sociale e ambientale e, di conseguenza, si adopera per prevenire i pericoli e i danni che dalle proprie iniziative potrebbero derivare alla collettività e alle generazioni future».

⁴ Al di là della considerazione che perseguire obiettivi di buon governo e, quindi, migliorare il valore dell'investimento dei soci, potrebbe infatti andare a discapito di ambiente e comunità, in quanto gli interessi degli *stakeholders*, solitamente, si pongono in antitesi a quelli dei soci, e che, in ossequio alla teoria della *enlightened shareholder value*, perseguire gli interessi dei soci implicherebbe tenere in debita considerazione pure gli interessi degli *stakeholders*; al di là di questo, si diceva, risultano mancanti prove di una necessaria correlazione tra sostenibilità ambientale-sociale e sostenibilità economico-finanziaria (si v. AMANDA M. ROSE, *A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure*, in *Washington Univ. L. Rev.*, 2021, 1825 ss); tuttavia, si segnala la conclusione di G. GIESE, L.E. LEE, D. MELAS, Z. NAGY, L. NISHIKAWA, *Foundation of ESG investing: How ESG Affects equity Valuation, Risk, and Performance*, in *The Journal of Portfolio Management*, luglio 2019, 69 ss., secondo cui «changes in a company's ESG characteristics may be a useful financial indicator. ESG ratings may also be suitable for integration into policy benchmarks and financial analyses»; AIFIRM, *Position Paper n. 29. L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, giugno 2021, 84: «merita citar equanto emerso da una recente pubblicazione del NGFS che, se da un lato non riscontra [...] significative evidenze di un differenziale di rischio tra attività "green" e "brown", dall'altro riconosce che ancora mancano i prerequisiti per condurre analisi sufficientemente robuste, visto che solo pochi Paesi adottano criteri chiari per distinguere le due tipologie di investimenti».

Un tema che sicuramente si può porre - e che, invero, ha impegnato autorevole dottrina negli anni - riguarda la definizione di “interesse sociale” e, quindi, l’interrogativo se tra i doveri degli amministratori rientri, pure, quello di perseguire finalità generali o meno. Si fa riferimento, quindi, alla contrapposizione tra la c.d. “*shareholder theory*” e la c.d. “*stakeholder theory*”⁵.

Un tentativo di conciliazione tra i due orientamenti appena evocati è costituito dalla “*enlightened shareholder value*”⁶, teoria che enfatizza il nesso di reciprocità tra gli interessi degli azionisti e degli *stakeholders* tale per cui la protezione dei secondi, più che finalizzare l’*agere* dell’organo amministrativo, diviene attività «strumentale al perseguimento dell’obiettivo di creazione di valore per gli azionisti»⁷. A ben vedere, infatti, non pare necessario

⁵ Milton Friedman, considerato uno dei massimi esponenti della prima, per cui il solo scopo delle imprese è quello di generare profitti, riconosce, nel tanto equivoco articolo M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*, in *The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970, nota 7, che: «it may well be in the long-run interest of a corporation that is a major employer in a small community to devote resources to providing amenities to that community or to improving its government. That may make it easier to attract desirable employees, it may reduce the wage bill or lessen losses from pilferage and sabotage or have other worthwhile effects» (sul punto, si rinvia a L. ENRIQUES, *Missing in Friedman’s Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, 2020, consultabile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/09/missing-friedmans-shareholder-value-maximization-credo-shareholders>).

⁶ Per un approfondimento del tema si v. L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91 ss.

⁷ Si v. G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2022, 187). Si v. anche M.C. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the*

risolvere il dibattito relativo alla nozione di interesse sociale e, così, la contrapposizione tra le teorie qui riportate, dal momento che in nessuna di esse si può ragionevolmente affermare che la «società per azioni faccia proprie istanze etiche, sociali e ambientali, se non nei limiti della relativa strumentalità a migliorare i risultati della gestione dell'impresa»⁸. È di tale

Corporate Objective Function, in *Business Ethics Quarterly*, 2002, 235 ss, secondo cui «Enlightened value maximization utilizes much of the structure of stakeholder theory but accepts maximization of the long-run value of the firm as the criterion for making the requisite tradeoffs among its stakeholders, and specifies long-term value maximization or value seeking as the firm's object».

⁸ M. SEMERARO, *Fattori di sostenibilità ambientale e politiche creditizie*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), 257. Sulla stessa linea P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 306 ss.: «Gli amministratori devono cioè perseguire lo scopo di lucro nei confini loro imposti o da limiti legislativi (tutela ambientale, sicurezza sul lavoro, ecc.) oppure da vincoli contrattuali (contrattazione aziendale, partecipazione lavoratori, ecc.) oppure in ottemperanza di *self-restraint* dovuto ad atti di autonomia negoziale (adesione a codici etici, rispetto degli interessi degli *stakeholders* ecc.) oppure ancora in ragione di volontaria adesione a principi di *Corporate Social Responsibility*, se funzionali all'efficienza dell'impresa e perciò, in ultima istanza, allo scopo di lucro»; S. A. CERRATO, *op. cit.*, 80, il quale, muovendo proprio dalle conclusioni del Montalenti, aggiunge: «*De iure condito* ho quindi seri dubbi che quelle enunciazioni di perseguimento del "successo sostenibile" - introdotte di recente con formule lessicali anche assai attraenti negli statuti di alcune società italiane, che tuttavia non hanno adottato la forma B-corp o di impresa sociale - siano conformi al plesso ordinamentale vigente, anche costituzionale, poiché una cosa è che l'organo amministrativo includa (volontariamente) i temi ESG nella matrice degli interessi presi in considerazione nell'esercizio dell'impresa, orientato però sempre al perseguimento dello scopo lucrativo (ed è ciò che sottendono disposizioni come il d.lgs. 254/2016 o gli artt. 123 *ter* e 124 *quinquies* TUF, ma anche il Codice di autodisciplina delle società quotate) o comunque che nello statuto figurino; altro è una decisione assunta da una maggioranza di soci di abdicare all'esclusività dello scopo lucrativo puro come fine ultimo ponendo sullo stesso piano altri interessi, o imponendone il contemperamento, al di fuori dei casi e dei limiti consentiti, a meno di ritenere conservativamente che siffatte declamazioni siano prive *tout court* di valenza prescrittiva e debbano più banalmente intendersi - in piena sintonia con la visione neo-istituzionalistica - come una mera sollecitazione

avviso il Comitato interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, il quale, presentando i nuovi orientamenti societari 2023 con novità sui temi ESG e clausole di sostenibilità ha sostenuto che nel nostro ordinamento, non sussistono elementi normativi o principi di diritto che impongano agli amministratori di società lucrative di «attuare l’oggetto sociale avendo riguardo al solo interesse dei soci alla massimizzazione dei profitti. Al contrario, l’art. 41, comma 2, Cost. dispone che l’esercizio di una qualunque attività economica, ossia la ricerca di un profitto, non può svolgersi in contrasto con l’utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all’ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana⁹. A quanto sopra consegue che sono legittime le clausole dell’atto costitutivo/statuto che, fermo restando quanto genericamente disposto dall’art. 41 Cost., dettano specifiche regole etiche e/o di sostenibilità che devono essere rispettate nella gestione della società, anche a scapito della massimizzazione dei profitti e della efficienza produttiva. Dette clausole

rivolta *una tantum* e strutturalmente al management a considerare gli interessi degli altri *stakeholders*, ma implicitamente solo in quanto funzionali al miglior perseguimento del profitto». Si v. pure U. TOMBARI, *L’organo amministrativo di S.p.A. tra “interessi dei soci” e “altri interessi”*, in *Riv. soc.*, 2018, 20 ss.

⁹ Sul tema, si v. G. CAPO, *Libertà d’iniziativa economica, responsabilità sociale e sostenibilità dell’impresa: appunti a margine della riforma dell’art. 41 della Costituzione*, in *Gius. Civ.*, 1, 2023, 81 ss, secondo cui: «la logica ispiratrice dell’art. 41 Cost. non poteva, prima della riforma, né plausibilmente può, oggi, rinvenirsi nella promozione di una visione istituzionalistica dell’impresa, nella cui ottica i limiti posti all’esercizio dell’iniziativa economica vadano, per così dire dall’interno, a informarne la funzione», per cui va preferita l’«impostazione che individua nei limiti posti dalla norma costituzionale, in particolare nel secondo comma, dei limiti “esterni” alla libertà di iniziativa economica, suscettibili di declinazione essenzialmente sul piano legislativo, e non, invece, degli obiettivi che, mediante la stessa, devono essere perseguiti».

integrano esclusivamente una modalità di perseguimento del fine di lucro senza aggiungere ad esso un ulteriore fine di utilità sociale, fine quest'ultimo di per sé estraneo al contratto di società come definito dall'art. 2247 c.c. e che pertanto non può essere inserito nell'oggetto sociale».

A dire il vero, anche gli intermediari creditizi - la cui attività si risolve, essenzialmente, nel trasferimento di risorse da soggetti con un *surplus* finanziario (risparmiatori) a soggetti bisognosi di credito (aziende o consumatori), per proprio conto¹⁰ - possono (e, come si vedrà *infra* §II, 6

¹⁰ Ai sensi dell'art. 10, *Attività bancaria*, del D.lgs. 1 gennaio 1993, n. 385: «1. La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa. 2. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche. 3. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge». Ai sensi, poi, dell'art. 106, *Albo degli intermediari finanziari*, primo comma, del D.lgs. 385/1993: «1. L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia». Ai sensi, poi, dell'art. 4, paragrafo 1, punto 1, del Regolamento (UE) n. 575/2013, come modificato dall'art. 62, paragrafo 3), lett. a) del Regolamento (UE) 2019/2033: «1) “ente creditizio”, un'impresa che svolge una delle attività seguenti: a) raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e concedere crediti per proprio conto; b) svolgere una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio se ricorre una delle condizioni seguenti ma l'impresa non è un negoziatore per proprio conto di merci e di quote di emissioni, un organismo di investimento collettivo o un'impresa di assicurazione: i) il valore totale delle attività consolidate dell'impresa è pari o superiore a 30 miliardi di EUR; ii) il valore totale delle attività dell'impresa è inferiore a 30 miliardi di EUR e l'impresa fa parte di un gruppo in cui il valore totale delle attività consolidate di tutte le imprese di tale gruppo che individualmente detengono attività totali inferiori a 30 miliardi di EUR e svolgono una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE è pari o superiore a 30 miliardi di EUR; oppure iii) il valore totale delle attività dell'impresa è inferiore a 30 miliardi di EUR e l'impresa fa parte di un gruppo in cui

e §III, per certi versi, devono) allineare il proprio *business* a parametri di sostenibilità, adottando, ad es., criteri di selezione dei soggetti o dei progetti da finanziare che tengano in considerazione i riflessi di questi sulla società civile e l'ambiente naturale (il problema, invero, *mutatis mutandis*, riguarda tutti gli intermediari finanziari, non solo quelli creditizi)¹¹. Dal lato delle imprese che, invece, richiedono finanziamenti, implementare nella propria organizzazione e nella propria attività politiche di sostenibilità costituisce l'occasione per presentarsi meglio al mercato e, così, conseguire un vantaggio competitivo (da qui nasce la questione relativa alle pratiche

il valore totale delle attività consolidate di tutte le imprese del gruppo che svolgono una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE è pari o superiore a 30 miliardi di EUR, ove l'autorità di vigilanza su base consolidata - in consultazione con il collegio delle autorità di vigilanza - decida in tal senso per far fronte ai potenziali rischi di elusione e ai potenziali rischi per la stabilità finanziaria dell'Unione. Ai fini della lettera b), punti ii) e iii), se l'impresa fa parte di un gruppo di un paese terzo, le attività totali di ciascuna succursale del gruppo di un paese terzo autorizzata nell'Unione sono incluse nel valore totale combinato delle attività di tutte le imprese del gruppo».

¹¹ D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Società*, 2021, 115. Il tema se l'integrazione dei fattori ESG nelle *investment policy* si scontri con il dovere fiduciario dei *portfolio managers* e degli altri *trustees* di perseguire la massimizzazione del profitto del beneficiario (la c.d. *sole interest rule of trust fiduciary law*) è stato affrontato in un rapporto commissionato dall'UNEP FI (*United Nations Environment Programme Finance Initiative*) allo studio legale *Freshfields Bruckhaus Deringer*, in UNEP FINANCE INITIATIVE, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social, and Governance Issues Into Institutional Investment*, 2005, consultabile all'indirizzo https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf, 13, il quale conclude che «the links between ESG factors and financial performance are increasingly being recognised; integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions».

di *greenwashing*)¹². Se, da un lato, la crescente frequenza e gravità di eventi climatici e meteorologici estremi¹³ e la questione delle esternalità negative prodotte dalle imprese¹⁴ e della conseguente impronosticabilità¹⁵ di un intervento delle Autorità legislative e regolamentari per la realizzazione della c.d. “transizione *green*” (su cui ci si soffermerà *infra* §I, 3), come pure

¹² La pratica del *greenwashing* fa riferimento a quelle strategie di comunicazione ingannevoli di imprese, organizzazioni o istituzioni volte a creare una falsa immagine positiva delle proprie attività o dei propri prodotti sotto il profilo dell’impatto ambientale. Sul tema si v. E. CORAPI, *Temi attuali sulla transizione verso un’economia sostenibile nel panorama italiano ed europeo: green bonds e greenwashing*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, E. CORAPI (a cura di), 2023, 302.

¹³ L. GALVAGNI, *Cambiamento climatico, danni per 200 mld \$ l’anno: Filippine e Usa i paesi più a rischio, l’Italia la più colpita nell’UE*, in *Il Sole 24 Ore Quotidiano*, 28 febbraio 2024; Si v. la comunicazione della Commissione del 24 febbraio 2021 che illustra la strategia di adattamento dell’UE, dove si sottolinea che la frequenza e la gravità degli eventi climatici e meteorologici estremi sono in aumento, il che a sua volta ha fatto crescere il numero di catastrofi legate ai cambiamenti climatici e i relativi danni negli ultimi due decenni.

¹⁴ M. PELLEGRINI E A. DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 85, secondo cui «se le logiche connesse al profitto rappresenteranno ancora (e ciò è comprensibile e necessario) il principale motore dell’attività economica, parallelamente occorre una presa d’atto in merito al fatto che non sia ipotizzabile prosperità economica senza inclusione sociale e che la crescita di lungo periodo sia intrinsecamente collegata all’equilibrio dell’ecosistema».

¹⁵ V. *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, Bruzelles, 8 marzo 2018, p. 3, laddove si legge: «Fra il 2000 e il 2016, a livello mondiale, le catastrofi naturali di origine meteorologica hanno registrato un incremento del 46% e fra il 2007 e il 2016 le perdite economiche dovute a condizioni meteorologiche estreme nel mondo intero sono aumentate dell’86% (117 miliardi di EUR nel 2016). Si tratta di una tendenza preoccupante, perché quasi il 50% dell’esposizione al rischio delle banche della zona euro è direttamente o indirettamente connesso ai rischi derivanti dai cambiamenti climatici».

l'impatto dei rischi ESG¹⁶ sia sul singolo intermediario sia sul sistema finanziario ed economico considerato nel suo insieme¹⁷, costituisce la giustificazione causale della normativa sulla finanza sostenibile¹⁸; dall'altro lato occorre sottolineare come siano gli

¹⁶ Acronimo di *environmental, social, governance*, su cui ci si soffermerà *infra* §I, 2.

¹⁷ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 2021, 33: «In addition to negatively impacting institutions through their impacts on counterparties, ESG risks can also impact the financial system and economy as a whole, with potential systemic consequences».

¹⁸ Per una riflessione sul carattere dirigista della transizione ecologica in atto, si v. A. QUARANTA, *I rischi del cambiamento climatico: verso una pianificazione industriale (e politica)?*, in *Ambiente & sviluppo*, 4, 1 aprile 2022, 263 ss.; M. PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., 6, secondo cui: «Gli atti di indirizzo destinati a consolidarsi in atti normativi [...] non intervengono per fronteggiare transizioni già compiutesi, ma hanno piuttosto la pretesa di essere essi stessi forieri della trasformazione», ma anche M. SEMERARO, *Fattori di sostenibilità ambientale e politiche creditizie*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., 257, dove si dice: «Il meccanismo delineato dal Piano di Azione della Commissione Europea si fonda su un sistema di incentivi e disincentivi per indurre le imprese al cambiamento del proprio modello produttivo. Non può negarsi che l'intreccio tra la regolamentazione bancaria e finanziaria di nuova introduzione dovrebbe avere quale risultato ultimo di obbligare, nei fatti, le imprese che vogliono mantenere la loro posizione sul mercato ad attivarsi per la riconversione del relativo modello produttivo, incidendo sulla loro autonomia organizzativa; pena, la perdita di ingenti fette di mercato». Ancora, si v. M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 2022, 718, dove si dice: «malgrado questo imponente sforzo regolatorio, anche alle istituzioni dell'Unione europea deve essere venuto il dubbio che le virtù salvifiche del mercato possano da sole fare tutto [...], tanto che proprio con la Proposta di direttiva sulla CSDD l'Unione ha iniziato ad abbandonare un approccio puramente di mercato. Si tratta,

stessi intermediari finanziari ad integrare nelle proprie scelte di investimento - ma pure nella loro stessa struttura organizzativa¹⁹ - i fattori

tuttavia, di un distacco ancora embrionale e incerto». Si rileva, tuttavia, quanto opportunamente sottolineato in E. POLLMAN, *The Making and Meaning of ESG*, in *ECCI Working Paper Series in Law*, Working Paper n. 659/2022, 27: «It [i.e. la formula ESG] was in fact coined by an initiative including market actors such as the world's largest banks and participants in the financial industry who subsequently spread it through market activity and private initiatives, with investors choosing ESG-related investment vehicles and an industry growing up to serve client demands. ESG was pitched from its beginning as aligning with financial materiality and the pursuit of long-term maximization in capital markets. Furthermore, corporations have long been sites of contestation for social and political issues and values, centuries before the term ESG was ever uttered». Tale sottolineatura, tuttavia, non supera il timore che si stia affacciando un «nuovo credo, la cui parola d'ordine è che l'impresa (societaria, *in primis* se di grandi dimensioni, ma non solo), debba essere addirittura *obbligata* a perseguire obiettivi «altri» dal profitto, variamente declinati (senza pretesa di esclusività: di carattere sociale, culturale, ambientale, di sostenibilità, inclusione, formazione, cultura, di lotta alla povertà, diseguaglianze, discriminazioni, etc., spesso riassunti con qualche semplificazione di troppo nell'acronimo ESG), superando lo schema classico del fine puramente lucrativo che – associato alla prospettiva di una gestione orientata al «breve termine» - viene in pratica demonizzato, come se fosse un male del nostro tempo da estirpare per assicurare un futuro al pianeta e al genere umano» (S.A. CERRATO, *op. cit.*, 66 s), e a tal fine si pensi *i*) che l'impresa, se quotata, è tenuta a perseguire il «successo sostenibile» in base al Codice di *corporate governance* di Borsa Italiana, che ha assunto valenza prescrittiva e non più solo di *soft law*; *ii*) se l'impresa vuole operare nel settore del *public procurement*, l'art. 1, comma 2, lett f), l. 20 giugno 2022, n. 78, il nuovo codice degli appalti, imporrà di incrementare il grado di ecosostenibilità degli investimenti pubblici e delle attività economiche, e di garantire il rispetto dei criteri di responsabilità energetica e ambientale e l'introduzione di sistemi di rendicontazione degli obiettivi energetico-ambientali.

¹⁹ A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, cit., 413, secondo cui, nel corso degli anni, al connotato «verde» tout court – comprendente sia il c.d. *green financing* (finanziamenti coinvolgenti aspetti climatici ed ambientali) sia la c.d. *greening finance* (a livello di gestione dei rischi finanziari legati ad ambiente e clima) – si è passati alla fisionomia della «sostenibilità», che assomma profili sociali e di *governance*, in una prospettiva di lungo periodo.

di sostenibilità c.d. “ESG”, con ciò dimostrando che anche il mercato domanda più “sostenibilità”²⁰. Essendo, quindi,

²⁰ Evidenze empiriche danno conferma di una notevole attenzione dei consumatori ai vari temi della sostenibilità tanto da orientarne le scelte di acquisto, come recentemente evidenziato nella ricerca effettuata nel 2022 da Deloitte nel Regno Unito, consultabile all'indirizzo: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/consumer-business/DeloitteConsciousConsumer_CS.pdf. Tali risultati sono confermati anche a livello globale dallo studio condotto su 17 stati tra cui l'Italia (The Global Sustainability Study 2021 effettuato dalla Simon-Kucher & Partners, consultabile all'indirizzo: https://www.simon-kucher.com/sites/default/files/studies/Simon-Kucher_Global_Sustainability_Study_2021.pdf), da cui si ricava che oltre il 34% della popolazione è disponibile a pagare di più un prodotto o servizio sostenibile. Dal lato degli investitori, *sustainable investing*, *sustainable finance* e *ESG funds* sono oramai delle realtà diffuse e in costante crescita a livello globale: secondo la ricerca condotta da Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), il settore è cresciuto del 15% negli ultimi due anni, gli investimenti sostenibili nel 2020 ammontavano a 35,3 trilioni di dollari e valevano per circa il 36% del totale dei patrimoni gestiti professionalmente (si v. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>). Per una puntuale analisi sulla funzione propulsiva degli investitori istituzionali nel perseguimento di obiettivi di ESG cfr. G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alla corporate e index guidelines*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1100 ss. Ancora, Cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. Soc.*, 2020, da cui si evince che nel decennio 2010-2020 si è decuplicata anche in Europa la domanda di fondi che integrano le strategie ESG tra le scelte di investimento. V. inoltre D. DONATO ABATE, *Osservatorio – La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio?* in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2023, I, nota 18: «Secondo una recente ricerca dell'intermediario Aviva del 2023, «più di nove investitori istituzionali su dieci (93%) considerano attivamente i criteri ESG e la sostenibilità nella loro strategia di investimento con il 17% di essi che lo considera un fattore essenziale»; rileva sul punto anche la ricerca denominata «Edelman Trust Barometer Special Report: Institutional Investors», come pure il «Global private equity report» pubblicato di recente da Bain&Company; secondo l'ultimo report

un'economia sostenibile l'obiettivo del legislatore europeo (per certi versi, pure un'opportunità di investimento per i singoli attori del mercato finanziario) e costituendo, al contempo, i fattori ESG una fonte di rischio per intermediari e imprese, è evidente come questa sigla abbia natura

citato l'88% degli investitori istituzionali utilizza considerazioni ESG nelle proprie decisioni di investimento. Per CVC, maggiore gestore alternativo al mondo, «un quinto dei *limited partner* che hanno investito nel nuovo fondo raccolto nel 2022 ha chiesto di avere evidenza circa il fatto che i fattori ESG sono parte integrante del processo decisionale di CVC tanto nella fase di selezione e due diligence delle potenziali target, quanto nella fase di gestione delle portfolio company». Ulteriori e recenti dati sulla propensione alla sostenibilità degli investitori istituzionali si rinvengono nella survey svolta da Itinerari previdenziali e in particolare nel Quaderno di Approfondimento sul 2022 di DE ROSSI, FRAGRASSI, *ESG e SRI, Le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani*, disponibile al sito www.itinerariprevidenziali.it, 2022, *passim*. L'indagine ha coinvolto 106 enti per un totale patrimoniale (al netto delle compagnie di assicurazione rispondenti) di oltre 219 miliardi di euro (182 miliardi nel 2021): circa l'83% dei patrimoni finanziari totali degli investitori previdenziali e fondazionali. Da tale documento emerge che se il 56 % delle entità (59 su 106), con riguardo a fondi pensione, casse di previdenza, fondazioni di origine bancaria e assicurazioni, afferma di avere già una politica di sostenibilità, tra chi non ha ancora operato in tal senso la percentuale di quanti ne hanno già discusso in Consiglio di Amministrazione ovvero intendono includere le strategie ESG in futuro sale all'81% (38 enti su 47). Altrettanto interessante e ancora più significativo il fatto che, se si guarda agli investimenti effettuati, tuttavia (dato assai indicativo) l'acquisto di prodotti ESG è effettuato anche da una parte di quegli investitori che ancora non aderisce formalmente alla finanza SRI. Ancora più interessante l'entità della componente sostenibile rispetto al portafoglio complessivamente investito dagli istituzionali: il 42% degli investitori istituzionali si colloca nella fascia tra il 75% e il 100% del patrimonio (erano il 37% nel 2021) e il 21% (dal 14% del 2021) nella fascia tra il 50% e il 75%. Tra le molte opinioni degli istituzionali che sono riprese nell'indagine si riporta qui quella del direttore generale Fondo Pensioni del personale del gruppo BNP Paribas secondo cui tra gli obiettivi vi è quello di avere «almeno il 90% del nostro portafoglio investito in società o titoli ESG (oggi siamo all'88% ma solo sulla componente immobiliare esclusa quella governativa)».

ambivalente, e che di essa si possa parlare sia in termini di rischio sia in termini di obiettivo²¹.

Nell'ottica delle Autorità legislative e regolamentari, la finanza, minacciata da “nuovi” fattori di rischio²², è la principale destinataria di una normativa prudenziale volta alla gestione di

²¹ Da un lato, si pensi ai fattori ESG come a rischi prendendo ad esempio il caso di una società che ottenga un prestito da una banca per la costruzione di uno stabilimento e per l'acquisto di macchinari per la lavorazione di farine speciali e miscele per uso domestico e professionale in Emilia Romagna, che intenda ripagare il proprio debito con i proventi derivanti dalla vendita dei prodotti ivi lavorati e che, a seguito della nota alluvione di qualche mese fa, non riesca ad adempiere: il rischio di credito connesso al prestito della banca si è concretizzato in ragione del rischio (fisico) ambientale. Dall'altro lato, si pensi ai fattori ESG come obiettivi prendendo ad esempio i prestiti volti a promuovere obiettivi di sostenibilità elaborati dal settore privato, i cc. dd. “*sustainability linked loan*” (o, a seconda degli obiettivi perseguiti, “*green loan*” o “*social loan*”), con cui le banche offrono, essenzialmente, finanziamenti ad un tasso agevolato alle imprese che si impegnano a perseguire determinati risultati (ad es., l'efficiamento energetico degli impianti, l'assunzione di categorie di lavoratori fragili). Questo genere di prestiti è oggetto dell'attenzione dell'ABE nei propri Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti del 2020, par. 58 (vedi *infra* § III).

²² Anche se i rischi ESG – non costituendo propriamente nuove, autonome e distinte categorie di rischio rispetto a quelle classiche – non andrebbero definiti in tal modo. V. Basel Committee on Banking Supervision, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, 2021, 1, dove si sostiene che l'impatto dei fattori di rischio climatico e ambientale può essere ricondotto nelle tradizionali categorie di rischio (rischio di credito; di mercato; di liquidità; operativo e reputazionale). V. anche A. CHILOIRO, *Esg e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, in *Il Mulino Rivisteweb*, 1, 270, secondo cui: «piuttosto che a nuove, diverse ed autonome categorie, i rischi ESG sembrano ascrivibili a profili già noti, quali il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo e ciò anche alla luce delle linee guida BCE in tema di rischi climatici e ambientali, delle best practices di alcuni operatori del sistema, nonché dello stesso discussion paper dell'EBA del 30 ottobre 2020».

essi - e, quindi, diretta a tutelare il risparmio²³ -, ma pure il principale alleato nella realizzazione della già menzionata transizione *green*, diretta ad assicurare tutela alla concezione di sostenibilità di cui al Rapporto Brundtland²⁴, dal momento che le risorse pubbliche non sono sufficienti ad attuarla²⁵.

²³ Ai sensi dell'art. 47 della Costituzione: «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito».

²⁴ Il concetto di sostenibilità ivi richiamato ha trovato ingresso anche nella Costituzione: con la modifica introdotta dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1 al terzo comma dell'art. 9 della Costituzione, infatti, si dice che la Repubblica «Tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. La legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali». Inoltre, al secondo e terzo comma dell'art. 41 della Costituzione, si dice che l'iniziativa economica «Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali». Non da ultimo vanno richiamati il principio di solidarietà di cui all'art. 2, il principio di uguaglianza di cui all'art. 3, il diritto al lavoro previsto all'art. 4, etc.

²⁵ V. BANCA D'ITALIA, *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, 2: «Lo sforzo finanziario necessario per realizzare la trasformazione energetica ed ecologica è significativo e richiede la mobilitazione di risorse private. La Commissione Europea ha stimato che nel periodo 2021-2030 il conseguimento degli attuali obiettivi in materia di clima ed energia per il 2030 richiederà investimenti nel settore energetico (esclusi i trasporti) di 336 miliardi di euro all'anno, pari al 2,3% del PIL». Ancora, nella Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, il *Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019, Bruxelles, 19, si afferma che «il settore privato sarà determinante per finanziare la transizione verde. Servono segnali sul lungo periodo per indirizzare i flussi finanziari e di capitale verso gli investimenti verdi ed evitare gli attivi non recuperabili».

Il settore finanziario è incentivato a cooperare con il pubblico²⁶ nel favorire una crescita sostenibile, che permetta alla società tutta e al sistema economico di fronteggiare le sfide dei prossimi anni, e quindi «gli effetti del cambiamento climatico e delle politiche di decarbonizzazione; il degrado degli ecosistemi e la perdita di biodiversità; la precarietà e la carenza di sicurezza sul mercato del lavoro; i rischi legati a una bassa inclusione sociale e a una crescita delle disuguaglianze»²⁷. Ciò che si auspica è un cambio di prospettiva, il passaggio «da un sistema di misurazione

²⁶ Al fine di suggellare tale alleanza e renderla “vincolante” non mancano iniziative volte a integrare logiche ESG-*oriented* nel novero dei *fiduciary duties* cui gli amministratori delle società sono tenuti nella gestione d’impresa: si rinvia alle interessanti riflessioni contenute in S. A. CERRATO, *op. cit.*, nota 28, secondo cui: «la sensazione è che la politica – e dunque il potere pubblico –, sempre più incapace per limiti propri, strutturali e non, non sia in grado di porsi alla guida di alcun processo evolutivo di ampio respiro e dunque finisca (forse un po’ populisticamente) per «scaricare» non solo tutte le responsabilità ma anche le aspettative di cambiamento sugli attori privati più «esposti» adagiandosi inconsapevolmente su una rischiosa filosofia di «privatizzazione» del senso dello Stato e della sua funzione fondamentale. [...] Non è modificando il *corporate purpose* che governi e pubblici poteri affrontano realmente i problemi del pianeta, semplicemente delegano altri (che tuttavia non sono espressione di logiche di rappresentanza democratica) a farsene carico in nome della collettività con un duplice rischio: che questo accresca il potere (già oggi molto penetrante) e l’arbitrio dei manager riducendone l’*accountability*; e che senza una particolare logica o giustificazione o coerenza i «costi di transazione» di questa «transizione» siano allocati solamente sulle spalle di soci ed investitori i cui legittimi profitti sarebbero di fatto espropriati a beneficio della collettività».

²⁷ BANCA D’ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 2023, 1.

orientato alla produzione ad uno focalizzato sul benessere delle attuali e future generazioni»²⁸.

La normativa comunitaria finalizzata a realizzare la c.d. “transizione *green*” e, quindi, «una società giusta e prospera, dotata di un’economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva, che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall’uso delle risorse»²⁹, si rivolge, essenzialmente, a tre diversi destinatari: la banca, la finanza e l’impresa³⁰.

²⁸ Rapporto della Commissione Sarkozy sulla misura della *performance* dell’economia e del progresso sociale (Il Rapporto Stiglitz), 15 gennaio 2021, 27.

²⁹ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, il *Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019, Bruxelles, 2.

³⁰ V. L. MARCHEGIANI, *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione d’impresa e fiducia degli stakeholders*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2021, 114, per cui: «sono le imprese cruciali, per dimensione o per settore di attività, quelle che più di altre si prestano a realizzare finalità globali ed è per questo che il criterio dimensionale entra in gioco nella Direttiva 2014/95/UE, che si rivolge imperativamente, per mezzo della regola *comply or explain*, proprio alla grande impresa, soprattutto multinazionale e policorporativa, stimolando una maggiore trasparenza delle informazioni di carattere non finanziario e l’indicazione di un comportamento commerciale pure «trasparente e responsabile», *driver* fondamentale per la crescita sostenibile». V. anche S. A. CERRATO, *op. cit.*, nota 13, che sottolinea come «non può comunque essere trascurato l’universo delle imprese di media e piccola dimensione, specie in quei sistemi economici ove ne rappresentino il principale tessuto connettivo: in questa direzione si sono orientate alcune iniziative legislative come la Proposta di direttiva sulla *Corporate due diligence and corporate accountability* del Parlamento Europeo [...], mentre la recentissima Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* della Commissione europea del 23 febbraio 2022 ritiene non proporzionato includerle nel perimetro della disciplina della dovuta diligenza in considerazione dei costi di implementazione dei processi di *due diligence*, essendo peraltro molte di esse indirettamente esposte ai costi di questi processi in quanto parte delle catene di valore coinvolte».

Con la regolamentazione dell'attività di finanziamento, nella forma, duplice, del finanziamento bancario all'impresa e dell'investimento finanziario nell'impresa, si vuole spingere quest'ultima a far proprie le istanze di sostenibilità e, così, realizzare l'anzidetta transizione. In definitiva, dunque, l'industria finanziaria diventa la leva della crescita sostenibile, il «moltiplicatore per la propagazione dei canoni ESG nelle imprese e nei mercati»³¹. Anche attraverso il comparto bancario si vuole trasmettere al mondo delle imprese una cultura del rischio che coinvolga gli aspetti ESG mediante l'imposizione agli intermediari creditizi di nuovi oneri, anche all'interno del *framework* sulla vigilanza bancaria³² (come si avrà modo di accennare *infra* §II, 6). Nel prossimo paragrafo si darà una più completa definizione della sigla "ESG", avendo particolare riguardo alla sua origine e alle criticità (forse ineliminabili) che questa pone.

2. Cosa si intende per fattori ESG? Origine, utilizzi e criticità

³¹ A. BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 209.

³² R. CERRONE, *Rischio di credito e fattori ESG: una nuova prospettiva per il risk management delle banche*, in *Rivista di Studi Manageriali*, 2020, vol. 2, n. 2, 74, secondo cui: «In questo ambito le banche possono avere un ruolo strategico di catalizzatore della trasformazione ESG del tessuto imprenditoriale di un Paese, supportando le imprese che ambiscono a migliorare il profilo di sostenibilità anche grazie alla consulenza di *desk* specialistici con l'obiettivo di affiancarle in un percorso di cambiamento strutturale. [...] L'impegno delle banche sta proprio nel supportare i clienti nella definizione di obiettivi improntati ai criteri ESG, proponendo soluzioni dedicate e coerenti con essi».

Inizialmente, nella creazione della formula “ESG” e nel suo successivo propagarsi, ha giocato un ruolo cruciale l’Organizzazione delle Nazioni Unite. Tale organizzazione, che storicamente ambiva ad essere il principale campione della giustizia sociale e delle politiche redistributive, considerava il sistema economico globale più come un ostacolo che come una soluzione agli obiettivi prefissati³³. Con il “*Rapporto Brundtland*”, nel 1987, discusso all’Assemblea Generale dell’ONU due anni più tardi, si era pervenuti a una definizione del concetto di sviluppo sostenibile: «*Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*³⁴». Tra gli anni ‘70 e ‘80 del secolo scorso, infatti, l’ONU ha lanciato diverse iniziative ispirate proprio a questa prospettiva e, tra di esse, vi era il tentativo di regolare le imprese transnazionali attraverso un *Code of Conduct for transnational corporations*.

Durante gli anni ‘90, complice la ritrosia mostrata dai paesi più industrializzati – principalmente, gli Stati Uniti – rispetto a tale iniziativa, l’approccio dell’ONU mutava radicalmente: il sistema economico globale veniva ora visto come un potenziale alleato nel raggiungimento dei propri obiettivi³⁵, non come un ostacolo.

³³ J. G. RUGGIE, *The United Nations and Globalization: Patterns and Limits of Institutional Adaptation*, Vol. 9, n. 3, 303.

³⁴ Il 20^o European dal titolo *Report of the World Commission on Environment and Development Our Common Future*, United Nations, 1987, è il prodotto della Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo (WCED – *Commission on Environment and Development*), presieduta dall’allora primo ministro norvegese Gro Harlem Brundtland, consultabile al seguente link: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

³⁵ V. U.N., *Kofi Annan’s address to World Economic Forum in Davos*, 1 febbraio 1999, al seguente link: <https://www.un.org/sg/en/content/sg/speeches/1999-02-01/kofi-annans-address-world-economic-forum-davos>: «I am pleased to acknowledge that, in the past two years,

Negli anni 2000, le Nazioni Unite pubblicano i *Principles for Responsible Investment* (PRI): l'obiettivo è quello di stimolare investimenti sostenibili e responsabili. L'adesione, su base volontaria, comporta l'applicazione di sei principi che coordinano gli obiettivi degli investitori con quelli della società³⁶. Veniva promosso, sempre ad adesione volontaria, il progetto "Global Compact". Tale iniziativa era finalizzata al raggiungimento di nove (ora dieci) obiettivi relativi ai diritti umani, al lavoro, all'ambiente e all'anti corruzione³⁷. Nel gennaio 2004, il progetto "Who Cares Wins", lanciato sotto l'egida del citato *Global Compact*, ha

our relationship has taken great strides. We have shown through cooperative ventures – both at the policy level and on the ground – that the goals of the United Nations and those of business can, indeed, be mutually supportive», prosegue, poi: «The spread of markets outpaces the ability of societies and their political systems to adjust to them, let alone to guide the course they take. History teaches us that such an imbalance between the economic, social and political realms can never be sustained for very long. The industrialized countries learned that lesson in their bitter and costly encounter with the Great Depression. In order to restore social harmony and political stability, they adopted social safety nets and other measures, designed to limit economic volatility and compensate the victims of market failures. That consensus made possible successive moves towards liberalization, which brought about the long post-war period of expansion. Our challenge today is to devise a similar compact on the global scale, to underpin the new global economy».

³⁶ I principi sono i seguenti: «1) integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti; 2) essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato; 3) chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG; 4) promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario; 5) collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi; 6) comunicare le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.» L'elenco è consultabile al seguente link: <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

³⁷ J. G. RUGGIE, *op. cit.*, 310 s.

portato alla pubblicazione di un rapporto³⁸ che ha introdotto il termine ESG. Tale rapporto: *i*) provvedeva a fornirne una lista di esempi attraverso cui addivenire a una catalogazione dei fattori ESG³⁹, senza però darne una compiuta definizione; *ii*) rilevava che una migliore gestione delle questioni ESG contribuiva alla creazione di valore per gli azionisti⁴⁰; *iii*) specificava

³⁸ THE GLOBAL COMPACT, WHO CARES WINS, CONNECTING FINANCIAL MARKETS TO A CHANGING WORLD, RECOMMENDATIONS BY THE FINANCIAL INDUSTRY TO BETTER INTEGRATE ENVIRONMENTAL, *Recommendations to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage*, vii, dove si dice: «The need for this report has been repeatedly expressed to the U.N. Secretary-General and to the Global Compact by senior executives of financial institutions and other companies which are signatories to the Global Compact. In January 2004, Secretary-General Kofi Annan wrote to the CEOs of 55 of the world's leading financial institutions inviting them to join in the initiative that led to the development and release of this report».

³⁹ THE GLOBAL COMPACT, *op. cit.*, 6: «Environmental issues: *i*) climate change and related risks; *ii*) the need to reduce toxic releases and waste; *iii*) new regulation expanding the boundaries of environmental liability with regard to products and services; *iv*) increasing pressure by civil society to improve performance, transparency and accountability, leading to reputational risks if not managed properly; *v*) emerging markets for environmental services and environmental-friendly protection. Social issues: *i*) workplace health and safety; *ii*) community relations; *iii*) human rights issues at company and suppliers'/contractors' premises; *iv*) government and community relations in the context of operations in developing countries; *v*) increasing pressure by civil society to improve performance, transparency and accountability, leading to reputational risks if not managed properly. Corporate governance issues: *i*) board structure and accountability; *ii*) accounting and disclosure practices; *iii*) audit committee structure and independence of auditors; *iv*) executive compensation; *v*) management of corruption and bribery issues».

⁴⁰ THE GLOBAL COMPACT, *op. cit.*, 9, dove si dice: «Companies with better ESG performance can increase shareholder value by better managing risks related to emerging ESG issues, by anticipating regulatory changes or consumer trends, and by accessing new markets or reducing costs. Instead of focusing on single issues, successful companies have learned to manage the entire range of ESG issues relevant to their business, thereby achieving the best results in terms of value creation».

il significato dato dai partecipanti all'iniziativa alla lettera "G" della formula in commento, per cui i sistemi di gestione del rischio di una sana governance aziendale rappresentavano i prerequisiti cruciali per implementare con successo politiche e misure volte ad affrontare le sfide ambientali (E) e sociali (S)⁴¹; *iv*) utilizzava una definizione più ampia della materialità⁴² rispetto a quella comunemente usata, includendo orizzonti temporali più lunghi (10 anni o più) e aspetti intangibili capaci, comunque, di influenzare il valore aziendale⁴³.

Qualche anno più tardi, un altro report⁴⁴ evidenziava, tuttavia, che le questioni E, S e G non venivano affrontate allo

⁴¹ THE GLOBAL COMPACT, *op. cit.*, 2, dove si specifica: «This is why we have chosen to use the term “environmental, social and governance issues” throughout this report, as a way of highlighting the fact that these three areas are closely interlinked».

⁴² Per materialità si intende l'impatto delle attività dell'impresa sugli aspetti ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva.

⁴³ THE GLOBAL COMPACT, *op. loc. Cit.*, dove si dice: «This report focuses on issues which have or could have a material impact on investment value. It uses a broader definition of materiality than commonly used — one that includes longer time horizons (10 years and beyond) and intangible aspects impacting company value. Using this broader definition of materiality, aspects relating to generally accepted principles and ethical guidelines (e.g. the universal principles underlying the Global Compact) can have a material impact on investment value». Il concetto si svilupperà in quello di “doppia rilevanza” o “doppia materialità”, per cui si v. il considerando 29 della Direttiva (UE) 2022/2464 del 14 dicembre 2022 (la c.d. CSRD), nonché ABE, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, punto 41, 32.

⁴⁴ INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, WHO CARES WINS, 2004-08, ISSUE BRIEF, 3.

stesso modo dagli investitori: seppure la comprensione e l'integrazione delle questioni ambientali finanziariamente rilevanti (E) erano notevolmente avanzate, la *corporate governance* (G) rimaneva il tema su cui ci si concentrava maggiormente. Si registrava, quindi, un ritardo nella copertura delle istanze sociali legate agli *stakeholders*, alle relazioni con i dipendenti, al capitale umano (S), e questo per i seguenti motivi: *i*) il maggior grado di convergenza a livello internazionale circa una efficace lotta al cambiamento climatico e a rendere sostenibile l'impronta umana sul pianeta⁴⁵; *ii*) il cambiamento promosso dalla formula poteva essere attuato solo nel lungo termine⁴⁶; *iii*) il fattore "S" si prestava a rivendicazioni di matrice socialista, ed era l'elemento che il settore degli investimenti riteneva più scomodo⁴⁷. Ad ogni modo, il coinvolgimento degli investitori in questa iniziativa⁴⁸ ha contribuito alla propagazione della

⁴⁵ F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislative, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, fasc. 4, 2022, 3.

⁴⁶ THE GLOBAL COMPACT, *Outcomes of the Who Cares Wins Initiative 2004-2008: Future Proof? Embedding Environmental, Social and Governance Issues in Investment Markets* (2008), <https://documents1.worldbank.org/curated/en/476811468158704493/pdf/476600WP0Futur10Box338858B01PUBLIC1.pdf>, 17, dove si dice: «ESG integration is therefore necessarily long term and adds value at the margin, making it understandable that change has sometimes been slow.»

⁴⁷ P. CLEMENTS-HUNT, *The Evolution of ESG*, MEDIUM, al link <https://medium.com/artificial-heart/the-evolution-of-esg-4bd984657eb0>: «The S, was the real problem, the outlier the investment chain felt most uncomfortable with and, possibly, with a whiff of socialism about it could open the Pandora's box of labour rights and even human rights issues.»

⁴⁸ Si pensi, ad esempio, che all'iniziativa *Who Cares Wins* parteciparono 18 istituti finanziari tra i più importanti al mondo, o alla lettera annuale del 2017 indirizzata da Larry Fink, CEO di BlackRock, ai CEO delle società oggetto di investimento, in cui si sostiene: «BlackRock looks to ESG factors for essential insights into management effectiveness and thus a company's

sigla ESG, fino a farla diventare *mainstream* pur in assenza di una chiara ed uniforme definizione della stessa.

Per quanto attiene all'utilizzo della formula in commento, essa si è rivelata essere particolarmente flessibile⁴⁹: i) era criterio con cui integrare la tipica *investment analysis*⁵⁰; ii) ESG era anche parametro per il *risk management*, in una prospettiva di doppia materialità⁵¹ e, a dire il vero, è proprio il potenziale impatto

long-term prospects.» Nella lettera del 2021, si sottolinea come: «Purposeful companies, with better environmental, social and governance (ESG) profiles, have outperformed their peers» e «broad-market ESG indexes are outperforming their counterparts».

⁴⁹ E. POLLMAN, *The Making and Meaning of ESG*, in ECGI WORKING PAPER SERIES IN LAW, Working Paper n. 659/2022, 20 ss.

⁵⁰ E. POLLMAN, *op. cit.*, 21, dove si dice: «As a tool, ESG is often broken into component parts of E, S and G, and explained by reference to underlying content that would be relevant to investor decision-making. In this framing, ESG is not synonymous with ethical investing, but rather viewed as integral to mainstream investment strategy».

⁵¹ Il concetto di materialità è diffusamente affrontato dall'ABE, (2021), *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 29: «Institutions can be impacted by or have an impact on ESG factors. As companies, institutions can be impacted by ESG factors (*outside-in* perspective), for example through the physical effects of climate change on their premises, or have an impact on ESG factors (*inside-out* perspective), for example for their Scope 1 and Scope 2 CO2 emissions. [...] Further, institutions can be impacted by ESG factors through their core business activities (*outside-in* perspective), for example by providing a loan to a counterparty with an energy-intensive business model which is affected by the implementation of policies aimed at promoting the transition to an environmentally-sustainable economy (in which case the counterparty is impacted by ESG factors – *outside-in* perspective), which could in turn have an effect on the counterparty's risk profile and thereby the institution's balance sheet». Più avanti si dice: «Double materiality includes: a) financial materiality (*outside-in*), which may arise from the impact of ESG factors on a company's economic and financial activities throughout their entire value chain

di tali fattori sul portafoglio o la relazione tra questi e la gestione del rischio a livello aziendale la principale ragione per cui molti investitori decidevano di integrare i fattori ESG nell'analisi degli investimenti⁵²; *iii*) l'acronimo ESG iniziava ad essere interpretato come sinonimo di *Corporate Social Responsibility* (CSR) - anche se, su tale aspetto, la dottrina si era divisa⁵³;

(both upstream and downstram), affecting the value (returns) of such activities; and *b*) environmental and social materiality (inside-out), which may arise from the impact of a company's economic and financial activities on ESG factors, which could in turn become financially material when its impact affects the value (returns) of the company's activities». V. punto 49 in EBA(2021), *op. cit.*, 35. Il concetto di doppia materialità è stato introdotto dalla Direttiva 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 (o "CSRD"), v. considerando 29 e 39.

⁵² V. M. SEMERARO, *op. cit.*, 257; S. GADINIS, A. MIAZAD, *Corporate Law & Social Risk, Vand. L. Rev.*, 2020, 1414, secondo cui: «The values that ESG promotes do not originate from an abstract moralistic philosophy of "doing the right thing", nor are they dictated by a central standard setter, as is common with other industry selfregulatory efforts. Rather, they arise following a wide-ranging consultation with stakeholders, who are better positioned to take notice of potentially catastrophic company operations.»

⁵³ Secondo la tesi di L. M. LOPUCKI, *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets, UC Davis Law Review*, 2022, 1448, I concetti sono distinti, per cui mentre la «CSR is the abstract idea that corporations have a moral responsibility to voluntarily integrate environmental, social, and governance ("ESG") improvements into their business operations for the benefit of shareholders, other stakeholders, society as a whole, and the environment», per cui «CSR is adherence to the actual values of corporate stakeholders», invece «ESG is a set of measurements from which conclusions about CSR can be drawn». A sostegno della tesi per cui I concetti sono diversi, v. E. POLLMAN, *op. cit.*, 30 s., secondo cui la formula ESG ha permesso di svincolare il tema della sostenibilità nell'impresa dal piano giuridico (*shareholder vs stakeholder primacy*), rendendolo un'opportunità di business, tale per cui ESG è «a term that could present itself as neutral or value-enhancing, while at the same time welcoming proponents of previous "social"-related concepts (come quello, appunto, di CSR), enabled a diverse group of investors and stakeholders to embrace activity under such a term». Secondo altra tesi (si v. N. DOLŠAK, J. J. GRIFFIN, AND A. PRAKASH, *Is ESG Simply the Old CSR Wine in a New Bottle?*, in *The Regulatory Review*, 2022; T. LEE HAZEN, *Social Issues in the Spotlight: The Increasing Need to Improve Publicly-Held*

iv) ESG diveniva l'etichetta ideale per investitori e *stakeholders* nel sintetizzare al mercato i propri sforzi su questioni che – superando il profilo puramente finanziario – esprimevano una posizione ideologica allineata alle preferenze dei consumatori verso prodotti e servizi più intelligenti, puliti e salutari⁵⁴. Quest'ultimo utilizzo del termine contribuiva a far sì che la formula ESG si prestasse a finalità di *marketing* in quanto segnale di virtù aziendale, o, addirittura, manifesta adesione al capitalismo c.d. “*woke*”, con il pericolo,

Companies' CSR and ESG Disclosures, U. Pa. J. Bus. L., 2021, 740, ESG non sarebbe altro che un sinonimo per CSR, per cui: «ESG developed as a subcategory of CSR and uses a metrics-driven format to measure a company's commitment to social responsibilities» e «The ESG movement sounds like the older corporate social responsibility (CSR) movement—but with a new name». Della stessa opinione M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, il quale, in nota 47, scrive «Data la vaghezza, mutevolezza, ampiezza e sostanziale carenza di coerenza di tali formule sarebbe difficile giungere a indicazioni univoche. La sensazione che al fondo rimane è che si tratti di locuzioni che si alternano in forza di un aggiornamento lessicale suggerito da più o meno consce strategie comunicazionali: e, in effetti, la loro massiccia utilizzazione ne comporta una rapida usura e obsolescenza; la loro forza suggestiva rischia di andare rapidamente perduta a cagione di un uso smodato; di qui la strategia di alternarle per rafforzarne la forza “narrativa”». Al riguardo cfr. N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità. Profili giuridici economici e manageriali delle PMI italiane*, F. MASSA (a cura di), Torino, 2019, 82, che avanza il fondato dubbio che “il passaggio da CSR a ESG” sia solo “un aggiornamento lessicale”.

⁵⁴ G. KELL, *The Remarkable Rise of ESG*, Forbes, 2018, al link: <https://www.forbes.com/sites/georgkell/2018/07/11/the-remarkable-rise-of-esg/?sh=a6dcfe916951>, secondo cui: «The rise of ESG investing can also be understood as a proxy for how markets and societies are changing and how concepts of valuation are adapting to these changes. The big challenge for most corporations is to adapt to a new environment that favors smarter, cleaner and healthier products and services, and to leave behind the dogmas of the industrial era when pollution was free, labor was just a cost factor and scale and scope was the dominant strategy».

quindi, di pratiche di “*greenwashing*”⁵⁵ e di “*socialwashing*”⁵⁶. Si può dire, quindi, che sebbene la sigla ESG sia stata coniata – invero, senza che ne venisse data una definizione chiara – per descrivere le tipologie di questioni da integrare nell’*investment analysis* da parte dell’industria finanziaria, è stata, in seguito, utilizzata per altri scopi: fatta propria dagli operatori del mercato – vuoi come criterio di *risk management*, vuoi come etichetta per allinearsi alle preferenze del mercati – e divenuta *mainstream*, assumeva, quindi, una varietà di significati, rendendo opaca la sua funzione originaria.

⁵⁵ V. *supra* nota 12. Si v. S. A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all’ESG. L’impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, cit., 71, per cui «l’inevitabilità del dover essere sostenibili perché lo richiedono i regolatori, lo esigono i principali *stakeholders* (banche, finanziatori, etc) e se lo attendono i consumatori e clienti, ha alimentato il subdolo fenomeno del *greenwashing*, cioè delle false dichiarazioni o attestazioni di *compliance* a criteri di sostenibilità non realmente conseguiti o posseduti, così di fatto distorcendo la concorrenza e innestando una pericolosa gara verso traguardi di sempre maggiore sostenibilità che trascurano di considerare i reali impatti – economici, sociali, ambientali – attuali e di breve periodo delle scelte adottate».

⁵⁶ Ossia una sostenibilità sociale di facciata, per il cui contrasto si valuta l’emanazione di una “*Social Taxonomy*”. Si v., sul punto, PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Final report on Social Taxonomy*, 28 febbraio 2022, all’indirizzo <https://commission.europa.eu/system/files/2022-03/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf>, con cui viene proposta una classificazione delle attività economiche e finanziarie socialmente compatibili, che affianchi la tassonomia ambientale e risponda alla richiesta, espressa dai mercati, di prodotti finanziari che generino effetti positivi anche sul tessuto sociale e siano in grado di combattere il *social washing*. Si v. anche COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Tassonomia sociale – Sfide e opportunità»*, 21 dicembre 2022, al seguente indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022IE0721&from=EN>. V. anche DELOITTE, *L’Unione Europea e i nuovi orizzonti della tassonomia sociale*, 2022, all’indirizzo <https://www2.deloitte.com/it/it/blog/italy/2022/1-union-europea-e-i-nuovi-orizzonti-della-tassonomia-sociale---.html>.

La combinazione di E, S e G in un solo acronimo ha permesso di avere un termine altamente flessibile in grado di: *i)* essere applicato a livello globale e adattarsi al contesto specifico: si pensi, ad es., alla questione della *board diversity*, un tema fondamentale che non compariva nemmeno nella lista originaria predisposta dal *Who Cares Wins* report, particolarmente avvertita negli Stati Uniti e in misura minore in altre aree geografiche dove, invece, veniva più sentito il tema della gestione della corruzione e del riciclaggio⁵⁷, ma che potevano essere entrambe ricondotte sotto la lettera “G”; *ii)* evolvere nel tempo: si pensi, ad es., che, nella categoria “E”, massima attenzione è stata data ai “*climate change and related risks*” e che, quando altre questioni sono emerse, come i rischi legati all’acqua e la biodiversità, le stesse venivano integrate all’interno della lettera senza dover cambiare la sigla esistente; *iii)* di richiamare l’interesse di un’ampia gamma di investitori e *stakeholders*: il report “*Who Cares Wins*” ha, infatti, configurato un termine che, rispetto a quelli già esistenti – si pensi alla sigla “CSR” – sembrava più neutrale e quindi capace di riunire non solo investitori “*value-based*”, ma pure investitori, *asset managers* e agenzie di rating che, nella formula, intravedevano un’opportunità commerciale.

La combinazione tra E, S e G in un solo termine, tuttavia, costituisce fonte di numerose – e per certi versi davvero spinose – questioni: *i)* in primo luogo, la flessibilità che la sigla incarna ha comportato difficoltà nell’individuare empiricamente la relazione tra ESG e *performance* economica, e sebbene esistano prove significative di tale legame, gli studi spesso lasciano irrisolta la

⁵⁷ V. E. POLLMAN, *op. cit.*, 29 s.

questione di quali politiche o attività aziendali siano effettivamente correlate alla performance finanziaria o se la relazione sia causale⁵⁸; ii) secondo alcuni, la costante espansione delle questioni che finiscono per rientrare nel grande calderone costituito dalla formula ESG contribuisce a rendere nebuloso il termine⁵⁹, e di ciò sarebbe prova, da un lato, la molteplicità dei rating ESG e, dall'altro, la difficoltà di unificare i diversi sistemi di rating ESG il cui sviluppo e allineamento tra gli investitori, soprattutto nell'area coperta dalla S, è stato più ostico⁶⁰; iii) poiché il termine ESG è stato coniato in modo da combinare questioni di ampio respiro, le società con performance divergenti su E, S o G possono ricevere valutazioni da parte delle agenzie di rating che, in una certa misura,

⁵⁸ AMANDA M. ROSE, *A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure*, in *Wash. U. L. Rev.*, 2021, 1825 ss.

⁵⁹ M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 2022, 720, secondo cui: «Il punto però molto critico è che le diverse finalità del dovere di diligenza non stanno necessariamente insieme. La Proposta di direttiva (i.e. CSDDD) accomuna sempre come risultato da prevedere e contrastare, attraverso la *due diligence*, gli impatti negativi sui diritti umani [...] e gli impatti ambientali negativi, ivi compreso il riscaldamento del pianeta. [...] Se, dunque, si portano le valutazioni, che nelle procedure e nelle politiche dovrebbero essere sviluppate, alle estreme conseguenze, questa contraddizione non potrebbe che emergere e non potrebbe che porre le imprese in una posizione senza alternative. [...] Ritengo che sia stato un errore pensare di mettere insieme finalità sociali e finalità ambientali. Se non si selezionano adeguatamente i fini che devono essere perseguiti e si lascia alla discrezionalità degli amministratori di ponderare tra una enorme varietà di interessi, la inevitabile conseguenza è che gli amministratori, che dovrebbero rispondere ed essere responsabili per tutto e nei confronti di tutti, non lo saranno per nulla e nei confronti di nessuno perché potranno sempre bilanciare tutto seguendo liberamente le loro propensioni». V. anche AMANDA M. ROSE, *op. cit.*, 1827.

⁶⁰ MICHAEL POSNER, *Does Tesla Deserve to Be Treated as an ESG Champion?* ETHICAL SYSTEMS, 8 febbraio 2022, al seguente link: <https://www.ethicalsystems.org/does-tesla-deserve-to-be-treated-as-an-esg-champion/>

contrastano con gli scopi stessi sottostanti al termine⁶¹: si pensi, ad es., al fatto che le società produttrici di Pepsi e Coca Cola ottengono punteggi ESG elevati dalle maggiori società di rating in quanto a governance aziendale (G) ed emissioni di gas serra (E), anche se la loro attività principale riguarda la commercializzazione di prodotti che creano dipendenza e costituiscono una delle principali cause di diabete, obesità e mortalità precoce (S)⁶²; *iv*) i rating stessi possono essere inaffidabili, sia in quanto manca una definizione fissa di ESG e delle sue componenti, sia in quanto i rating non sono soggetti ad approcci standardizzati: essi riflettono problemi strutturali di misurazione e rendicontazione derivanti da dati incompleti, in

⁶¹ V. KENNETH, P. PUCKER, *Overselling Sustainability Reporting*, in *Harvard Business Review*, maggio-giugno 2021, al seguente link: <https://hbr.org/2021/05/overselling-sustainability-reporting>, secondo cui: «A 2020 study by Barclay's looked at two decades of ESG investing and found no difference between the holdings of sustainable and traditional funds, and an investigation by the Wall Street Journal revealed that eight of the 10 biggest ESG funds in 2019 were invested in oil and gas companies».

⁶² H. TAPARIA, *The World May Be Better Off Without ESG Investing*, in *Stanford Social Innovation Review*, 2021, che aggiunge: «Technology companies such as Alphabet, Amazon, and Facebook also tend to be among the largest holdings for ESG funds. They often get high ESG ratings because they are predictably low producers of greenhouse gas emissions. But few would consider them to be good corporate citizens. Amazon has deplorable labor practices and engages in predatory pricing. The business models of Facebook and Alphabet involve algorithms that have made dangerous hate speech and misinformation ubiquitous across the internet, and the companies' products have been tied to an increase in mental health issues in young people».

gran parte non verificati e divulgati su base volontaria⁶³ dai diretti interessati a ottenere un buon rating ESG⁶⁴, inoltre le agenzie di *rating* potrebbero calcolare l'ESG *rate* misurando l'esposizione del valore economico di un'azienda ai rischi ESG, o prestando attenzione alle modalità con cui il *management* intenda gestire questioni come il proprio comportamento inquinante o il rischio di transizione⁶⁵, ovvero, ancora, l'entità dell'impatto positivo dell'attività aziendale sui fattori E, S o G. In estrema sintesi, in assenza di un approccio unificato, vi può essere un arbitrio in tema di sostenibilità⁶⁶, sia dalla parte delle società che degli investitori⁶⁷: una buona *performance* sul piano *environmental* – come, ad es.,

⁶³ V. F. BERG, J. F. KÖLBEL, R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, Volume 26, Issue 6, Novembre 2022, 1315–1344, secondo cui: «ESG ratings from different providers disagree substantially. [...] The divergence of ratings poses a challenge for empirical research, as using one rater versus another may alter a study's results and conclusions. The divergence of ESG ratings introduces uncertainty into any decision taken based on ESG ratings and, therefore, represents a challenge for a wide range of decision-makers».

⁶⁴ Sulle problematiche sottese all'industria dei rating ESG v. D. F. LARCKER, L. POMORSKI, B. TAYAN, E. M. WATTS, *ESG Ratings: A Compass Without Direction*, in *Rock Center for Corporate Governance Working Paper*, Agosto 2022, ma anche S. MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Riv. Reg. Merc.*, 2-2022; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022, 182.

⁶⁵ Si pensi, ad es., all'impatto che hanno avuto per gli attori del mercato le misure contro la plastica monouso (si v. direttiva n. 2019/904/UE).

⁶⁶ N. ROBINS, V. BRUNSTIG, D. WOOD, *Climate Change and The Just Transition: A Guide for Investor Action*, 2018, 18, al link <https://www.unpri.org/download?ac=9452>.

⁶⁷ S. CINGOLANI, *Perché l'UE non trova la bussola sul bollino della sostenibilità*, in *Il Foglio quotidiano*, 16 marzo 2021, secondo cui: «Ormai l'impresa è sostenibile o non è: il mantra, ripetuto da anni, con la pandemia è diventato un dogma; sappiamo che riguarda tre fattori chiave, ambiente, impatto sociale, rapporti di lavoro, ma come calcolarli? [...] Qui siamo in piena babele, perché non esiste un unico standard; criteri, norme, linguaggi, indici, organismi sono tutti diversi.»

lo sviluppo di un prodotto a basse emissioni di carbonio – potrebbe essere sfruttato per mascherare una cattiva *performance* su altro e diverso piano, ad es. per quanto concerne il *welfare* aziendale (*social*). Per alcuni, la sfida riguarda, piuttosto, una tensione irriducibile tra il fattore E e S⁶⁸, dal momento che pur prevedendo un aumento dei posti di lavoro in molti settori e regioni, gli impatti negativi sull'occupazione si concentreranno nelle regioni che dipendono da settori che subiranno ampie trasformazioni per migliorare la protezione dell'ambiente e raggiungere la neutralità climatica⁶⁹. Si può anzi dire che l'equilibrio dell'attività imprenditoriale e la protezione di ogni interesse che fa capo direttamente o indirettamente all'impresa non sono finalità necessariamente coerenti, né coincidenti: la sostenibilità socio-

⁶⁸ V. anche S. CINGOLANI, *L'insostenibile sostenibilità: tutti la invocano, in pochi sanno come ottenerla*, in *Il Foglio quotidiano*, 4 giugno 2022, secondo cui, addirittura: «Il contrasto più evidente è tra la sostenibilità forte e quella debole. Quella forte paradossalmente esclude l'uomo: l'equilibrio ideale è realizzato dalla natura senza intervento antropico. Una ideologia spaventosa. Per fortuna è prevalsa la variante “debole” e l'umanità non è stata eliminata, almeno finora». Anche M. STELLA RICHTER, in *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, cit., 719 rileva come sia «tragicamente evidente che i diritti umani e sociali, e primi tra tutti quelli di riprodursi liberamente e di avere condizioni di vita e cure adeguate per tutti, non sono molto compatibili con la sostenibilità ambientale e climatica». Tra gli interessi ambientali e quelli della comunità possono sorgere conflitti, come dimostra il caso dell'ILVA di Taranto e il difficile bilanciamento tra la scelta di chiudere definitivamente gli altiforni, causando la perdita di posti di lavoro e danneggiando l'economia locale, e la volontà di preservare l'occupazione, continuando però a inquinare il territorio.

⁶⁹ EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR EMPLOYMENT, SOCIAL AFFAIRS AND INCLUSION, *Employment and social developments in Europe 2019 – Sustainable growth for all – Choices for the future of Social Europe*, Publications Office, 2019, <https://data.europa.eu/doi/10.2767/305832>, 172

ambientale non sempre è allineata a quella economico-finanziaria, né per riconciliare le due è sufficiente richiamarsi alla formula del lungo termine⁷⁰. La *social sustainability* può richiedere azioni e imporre scelte che vanno a scapito della *environmental sustainability*, per cui vi saranno molti casi di *sustainability vs sustainability*, in cui si dovrà necessariamente decidere a quale sostenibilità - ambientale, sociale o economica - “dare ragione” e in quale misura⁷¹.

Ad ogni modo l'ABE, conscia che la mancanza di un'unica definizione di fattori ESG complica la loro coerente comprensione e gestione, ne ha dato la definizione che segue: «ESG factors are environmental, social or governance characteristics that may have a positive or negative impact on the financial performance or solvency of an entity, sovereign or individual⁷²». Si tratta di fattori che vengono integrati da una o più delle seguenti caratteristiche: *i)* sono tradizionalmente considerati come *non-financial*⁷³; *ii)* il loro impatto è incerto con riferimento all'orizzonte temporale (*short, medium e/o long-term*); *iii)* solitamente

⁷⁰ G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1, 2022, 189, che, nell'esaminare il Rapporto commissionato dalla Commissione europea a Ernst & Young (*Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, 2020) avanza dubbi sia sulla validità delle basi empiriche a sostegno dello *short-termism*, sia sul porsi di quest'ultimo come principale ragione della produzione di esternalità negative.

⁷¹ M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 31 s.

⁷² AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 2021, 31.

⁷³ Si pensi, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, al *welfare* sociale, alla povertà, alla parità di diritti.

rappresentano esternalità economiche negative⁷⁴; *ii*) i loro impatti si producono in tutta la *value chain*, a valle e a monte, risultando interconnessi, di tal che il singolo ente può doversi interfacciare con diversi fattori ESG provenienti vuoi dai propri debitori, vuoi dai propri creditori⁷⁵; *v*) possono implicare cambiamenti nella politica pubblica allo scopo di mitigare il cambiamento climatico e altre esternalità⁷⁶. Più nel dettaglio:

i) i fattori ambientali (E) sono legati alla qualità e al funzionamento dell'ambiente naturale e dei sistemi naturali e comprendono elementi quali il cambiamento climatico, la biodiversità, il consumo energetico, l'inquinamento e la gestione dei rifiuti; quindi, consistono in questioni ambientali che possono avere un impatto positivo o negativo sulla performance finanziaria o sulla solvibilità dell'ente, sovrano o privato che sia;

⁷⁴ Si pensi all'inquinamento prodotto da una attività individuale e che viene sopportato dall'intera collettività: senza, ad es., una *carbon tax* che possa catturare adeguatamente tale esternalità, il mercato finanziario non è in grado di riflettere appieno il rischio associato nei prezzi.

⁷⁵ V. punto 32, AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, cit., 29.

⁷⁶ Tale elencazione prodotta dall'ABE (2021), *op. cit.*, 28: «examples of environmental factors included in the most commonly frameworks are: GHG emissions, local pollution, energy consumption, water usage, biodiversity, waste management and production; examples of social factors could be labour and workforce considerations, human rights, inequality, gender rights, discrimination; while governance factors refer to all the issues related to management and the board (e.g. rights and responsibilities of directors, remuneration, policies to contrast bribery and corruption, board diversity and structure, codes of conduct and business principles).»

ii) i fattori sociali (S) sono legati ai diritti, al benessere e agli interessi delle persone e delle comunità. Comprendono questioni quali l'uguaglianza, la salute, l'inclusione, i rapporti di lavoro, la salute e la sicurezza sul posto di lavoro, il capitale umano che possono avere un impatto positivo o negativo sulla *performance* finanziaria o sulla solvibilità dell'ente, sovrano o privato che sia⁷⁷;

iii) i fattori di *governance* (G) riguardano le pratiche di buon governo societario, tra cui la retribuzione dei dirigenti, le revisioni contabili, i controlli interni, l'elusione fiscale, l'indipendenza del consiglio di amministrazione, i diritti degli azionisti, la corruzione e la concussione, nonché il modo in cui le società o le entità includono i fattori ambientali e sociali nelle loro politiche e procedure⁷⁸. I fattori di governance all'interno della sigla ESG non si riferiscono ai *governance arrangements* degli enti vigilati, quanto, invece, ai fattori di governance che hanno un impatto su, o sono impattati dalle, controparti o attività investite dell'istituto creditizio, compresi gli accordi di governance per i fattori ambientali e sociali nelle politiche e nelle procedure delle controparti.

3. I fattori ESG come rischio

I rischi ESG possono essere definiti come i rischi di un qualsiasi impatto finanziario negativo sull'istituto finanziario derivante da materializzazioni, attuali o prospettiche, dei fattori ESG sulle controparti

⁷⁷ Si pensi al tema della parità di genere, ai salari, all'equilibrio tra lavoro e vita privata, all'assistenza all'infanzia, ai sussidi di disoccupazione, etc.

⁷⁸ V. ABE(2021), *op. cit.*, 47

o sulle attività investite⁷⁹. In altri termini, gli istituti di credito possono essere interessati dai rischi ESG anche attraverso le loro controparti e attività investite, in quanto queste possono essere impattate a loro volta (prospettiva *outside-in*), o avere un impatto sui (prospettiva *inside-out*), fattori ESG⁸⁰. A ben vedere, se l'attività produttiva della controparte risulta particolarmente impattante sul piano ambientale (perciò, nella prospettiva *inside-out*) tale circostanza comporta, al contempo, il materializzarsi di un rischio ESG per l'istituto finanziario – che con la prima intrattiene un rapporto contrattuale – nella prospettiva, diversa, *outside-in*⁸¹: si pensi, ad es., al caso in cui l'attività produttiva dell'azienda finanziata sia destinataria di politiche di transizione mirate a contrastare il degrado ambientale⁸² che ostacolano il suo *business* e, conseguentemente, la sua capacità restitutoria; il rischio “E” (di transizione) che ha colpito la controparte in ragione dell'impatto

⁷⁹ A tal fine, si v. ABE (2021), *op. cit.*, 33 e ss.

⁸⁰ CONVEGNO “SVILUPPO SOSTENIBILE, FINANZA E RISCHIO CLIMATICO”, *Rischi climatici e regolamentazione prudenziale. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, Luigi Federico Signorini*, 4: «La perdita di ricchezza e di reddito incide sulla capacità dei debitori di onorare i propri debiti, riducendo il valore delle attività eventualmente date in garanzia per accedere al credito bancario. [...] Nel nostro paese oltre il 20 per cento dei prestiti al settore produttivo viene erogato a residenti in aree a elevato rischio di alluvione»; si v. anche I. FAIELLA, F. NATOLI, *Natural Catastrophes and Bank Lending: the Case of Flood Risk in Italy*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 457, Banca d'Italia, Roma, 2018.

⁸¹ Si v. anche F. ARCURI, M. C. DAGA, *Il ruolo degli istituti di credito e delle società di investimento nell'ambito della gestione e supervisione dei rischi ESG*, 2021, <https://www.esg360.it/finance-esg/il-ruolo-degli-istituti-di-credito-e-delle-societa-di-investimento-nellambito-della-gestione-e-supervisione-dei-rischi-esg/>.

⁸² V. punto 40 in ABE (2021), *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 32.

dannoso della sua attività produttiva sull'ambiente (prospettiva *inside-out*) si materializza, dall'angolo visuale dell'istituto finanziario, nella prospettiva *outside-in*. Più nello specifico:

i) i rischi ambientali (E) sono i rischi di un qualsiasi impatto finanziario negativo sull'istituto di credito derivante da materializzazioni attuali o prospettive dei fattori ambientali sulle sue controparti o attività investite. I rischi ambientali possono concretizzarsi in due modi, e ciò riflette la loro potenziale doppia materialità: *a*) dal lato della materialità finanziaria (prospettiva *outside-in*), la performance finanziaria di una controparte o le attività investite possono essere affette da fattori ambientali⁸³; *b*) dal lato della materialità ambientale (prospettiva *inside-out*) le attività delle controparti o degli *assets* investiti potrebbero avere un negativo impatto sull'ambiente⁸⁴, che a sua volta può diventare finanziariamente rilevante per queste controparti, peggiorando la loro performance secondo una prospettiva, per l'istituto stesso, *outside-in*. I fattori ambientali⁸⁵ possono comportare impatti finanziari negativi attraverso una varietà di *risk-drivers* suddivisibili⁸⁶ in due categorie: *a*) rischi fisici, definibili come i rischi che

⁸³ Ad es., l'introduzione di una *carbon tax* può ridurre la redditività delle imprese ad alta intensità di carbonio o comunque la competitività dei loro prodotti.

⁸⁴ Ad es., l'emissione di grandi quantità di CO₂ nell'atmosfera, che si può tradurre in un negativo impatto finanziario laddove scateni o rinforzi un impatto negativo di tipo *outside-in*.

⁸⁵ Invero, la tipologia di rischio ambientale maggiormente studiata e riconosciuta è il rischio derivante dal cambiamento climatico.

⁸⁶ Tale suddivisione è riportata, anche, nei seguenti documenti: BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, Aprile 2022; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, Aprile 2021; BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali, Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, Novembre 2020.

emergono dagli effetti fisici del cambiamento climatico o della degradazione ambientale, a loro volta suddivisibili in *i) acuti*, laddove derivino da un episodico evento climatico o meteorologico (come uragani, incendi etc) e producano una acuta distruzione dell'ambiente, ovvero *ii) cronici*⁸⁷, laddove emergano da un progressivo peggioramento delle condizioni climatiche (ad es. il riscaldamento climatico) e meteorologiche, o dalla perdita graduale di biodiversità; *b) rischi di transizione*, che corrispondono all'incertezza relativa alle tempistiche e alla celerità del processo di aggiustamento diretto a realizzare la transizione *green*⁸⁸. Tale *risk driver* include, oltre ai cambiamenti nella normativa relativa agli aspetti climatici e ambientali (i c.d. *climate and environmenta related policy changes*)⁸⁹, anche i cambiamenti tecnologici (*technological changes*)⁹⁰ e i

⁸⁷ La distinzione tra acuti e cronici si ritrova in: TCFD, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, Final Report (2017), 6; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, (2021), 6.

⁸⁸ V. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, 2020, 11 s., dove si dice che questi «fattori di rischio fisico e di transizione hanno un impatto sulle attività economiche, che a loro volta influiscono sul sistema finanziario. Tale impatto può verificarsi direttamente, ad esempio per effetto di una minore redditività delle imprese o della svalutazione delle attività, o indirettamente tramite cambiamenti macrofinanziari», influenzando, altresì, la «capacità di tenuta del modello imprenditoriale dell'ente nel medio e più lungo periodo» e costituendo «contemporaneamente fattori determinanti di varie categorie e sottocategorie di rischio esistenti».

⁸⁹ V. ABE (2021), *op. cit.*, 41, si pensi, ad es., all'introduzione di un meccanismo di *carbon pricing* che faccia aumentare il prezzo dei combustibili fossili.

⁹⁰ V. ABE (2021), *op. ult. cit.* Si pensi, ad es., al caso di una tecnologia meno impattante sul clima e sull'ambiente che rimpiazza una tecnologia più dannosa sotto tale profilo, rendendo questa obsoleta o non competitiva

cambiamenti nelle preferenze dei consumatori (*behavioural changes*)⁹¹;

ii) i rischi sociali (S) sono i rischi di un qualsiasi impatto finanziario negativo sull'istituto creditizio derivante da materializzazioni, presenti o potenziali, dei fattori sociali su una controparte o su una attività investita. I *risk drivers* dei rischi sociali possono consistere⁹² in rischi ambientali⁹³, in cambiamenti nella normativa di riferimento o cambiamenti nelle preferenze di mercato riguardanti i fattori sociali. I rischi sociali si materializzano qualora una controparte li violi facendo nascere, per questa, un rischio legale o reputazionale capace di trasmettersi al bilancio dell'istituto di credito che ne abbia finanziato l'attività produttiva. Qualora la banca non adotti adeguate contromisure, potrebbe dover gestire un rischio reputazionale per proprio conto, qualora ad es. clienti particolarmente sensibili a tali tipologie di violazioni decidano di cambiare istituto di credito⁹⁴;

⁹¹ V. ABE (2021), *op. ult. cit.* Si pensi, ad es., alle maggiori difficoltà di attrarre *business partners*, investitori e consumatori qualora la reputazione di una controparte sia quella di danneggiare il clima e l'ambiente.

⁹² Sebbene vada rammentato che l'evoluzione della normativa, delle preferenze e delle *policies* è più difficile da prevedere rispetto al rischio di transizione connesso al fattore E.

⁹³ Si immagini un'azienda che gestisce una catena di produzione globale e che riceve finanziamenti da una banca per sostenere le sue operazioni. Il fattore ambientale, che in questo caso è *risk driver* del rischio sociale, è costituito da un ciclone (fattore E) che colpisce uno dei diversi stabilimenti dell'azienda. In seguito a tale evento, l'impresa decide di chiudere lo stabilimento danneggiato, con ciò causando una perdita occupazionale importante nella comunità locale. Questa circostanza fa sì che l'opinione pubblica si convinca del fatto che l'azienda non tenga sufficientemente in considerazione il benessere dei propri lavoratori (materializzazione del rischio S), e che si produca un danno reputazionale per questa cui corrisponde la perdita di rilevanti quote di mercato. La diminuzione della produzione dell'azienda, la necessità di affrontare i costi di ricostruzione e di gestire le conseguenze sociali ne influenzano la capacità di rimborsare il prestito, esponendo la banca a perdite finanziarie.

⁹⁴ V. punto 82 ABE (2021), *op. cit.*, 46.

iii) i rischi di governance (G) sono i rischi di un qualsiasi impatto finanziario negativo sull'istituto finanziario derivante da materializzazioni presenti o potenziali di un fattore di governance sulle sue controparti o assets investiti⁹⁵. Si pensi, ad es., ad una azienda con un codice di condotta inadeguato a fronteggiare il rischio di condotte di riciclaggio, che può costituire un ostacolo al suo potenziale di rendimento e di generazione di utili qualora la condotta si materializzasse. Se il codice di condotta inadeguato diventasse pubblico, i clienti e gli investitori potrebbero perdere fiducia nell'azienda, con il rischio di incorrere in sanzioni, spese legali e di compromettere la propria capacità di condurre il *business* nel lungo periodo. Questo, a sua volta, potrebbe avere un impatto sul bilancio dell'istituto a causa dell'effetto sulla redditività della controparte e, così, aumentare il rischio di credito.

Chiarita la natura polisemantica della sigla ESG - ora indicativa di un fattore "neutro", ora qualificante un "rischio", ora espressione di un "obiettivo" - pare opportuno, nel prossimo capitolo, analizzare il quadro normativo europeo ad essa relativo. Il legislatore comunitario, come anticipato *supra* (§I, 1), affronta il tema della sostenibilità rivolgendosi a tre diversi destinatari: *i*) la finanza; *ii*) l'impresa *iii*) il settore bancario⁹⁶. Con riferimento al primo, viene adottato un sistema di classificazione comune delle attività *eco-compatibili* con il

⁹⁵ V. punto 88, ABE (2021), *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 49.

⁹⁶ M. SEMERARO, *op. cit.*, 256.

Reg. (UE) 2020/852, anche detto regolamento “tassonomia”⁹⁷ (ma, si segnala, è in fase di discussione una tassonomia riguardante anche le attività compatibili con il fattore sociale⁹⁸), che attiene al finanziamento inteso come investimento *nell’impresa* e, in buona sostanza, intende introdurre un concetto comune di investimento sostenibile, e perciò costituisce la premessa per tutte le azioni intraprese dal legislatore europeo in tema di sostenibilità⁹⁹. Il secondo destinatario della normativa europea volta alla transizione sostenibile, l’impresa (finanziaria e non finanziaria), è interessata da una rimodulazione degli obblighi di *disclosure* su di questa incombenti per effetto del Reg. (UE) 2019/2088 e della Direttiva (UE) 2022/2464¹⁰⁰, nonché da una proposta di direttiva riguardante il dovere di

⁹⁷ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento e del Consiglio del 18 giugno 2020, il c.d. *Taxonomy Regulation, relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR)*, entrato in vigore il 12 luglio 2020, di cui si parlerà *infra* §II.

⁹⁸ Su cui si v. PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *op. cit.*; COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Tassonomia sociale – Sfide e opportunità»*, 21 dicembre 2022; DELOITTE, *L’Unione Europea e i nuovi orizzonti della tassonomia sociale*, 2022.

⁹⁹ Si v. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile, 8 marzo 2018.

¹⁰⁰ Con riferimento ai primi, v. Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 *relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, c.d. *Disclosure* o SFDR, entrato in vigore il 10 marzo 2021, di cui si parlerà *infra* §II, 3 e che impone una serie di obblighi ai partecipanti ai mercati finanziari, tra cui: *i*) informare i clienti su come il rischio di sostenibilità viene preso in considerazione nelle politiche di investimento; *ii*) includere nelle politiche di remunerazione informazioni sulla loro stessa coerenza con l’integrazione dei rischi di sostenibilità; *iii*) includere nelle informazioni precontrattuali da dare ai clienti le caratteristiche di sostenibilità del prodotto di investimento, con particolare riguardo al relativo impatto, positivo o negativo, sui fattori di sostenibilità. Con

diligenza¹⁰¹. Con particolare riferimento, infine, al settore bancario, già soggetto al quadro normativo di cui al c.d. “CRD-IV *Package*”, sarà presto vincolato all’adempimento di nuove norme in materia di sostenibilità che saranno integrate nel suddetto quadro normativo¹⁰².

Volendo tirare le fila del discorso e chiarire i meccanismi sottostanti alla normativa appena evocata, pertanto, si può dire che il diritto unionale sui fattori ESG miri a tutelare l’attività di selezione operata dagli investitori finali attraverso la previsione di un’obbligo di *disclosure* in materia di sostenibilità incombente sugli intermediari finanziari (SFDR) e di cui la classificazione sulle attività ritenute sostenibili contenuta nel regolamento Tassonomia costituisce la logica premessa¹⁰³.

riferimento ai secondi, v. Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 *che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità*, c.d. CSRD, di cui si parlerà *infra* §II, 4.

¹⁰¹ Si v. la Proposta della Commissione Europea di Direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, di cui si parlerà *infra* §II, 5.

¹⁰² Si v. la Proposta della Commissione Europea di Direttiva che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE del 27 ottobre 2021, di cui si parlerà *infra* §II, 6.

¹⁰³ Sul tema, si v. M. BODELLINI, D. SINGH, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?* In *Law and Economics Yearly Review*, 10, 1, 2021, 187, secondo cui: «The Taxonomy Regulation [...] does not prohibit the performance of economic activities that do not meet the above mentioned criteria and therefore are not environmentally sustainable. The same holds true with regard to the SFDR which simply requests financial market participants and financial advisers to discharge several disclosure obligations» così che «All in all, the new system introduced by the

Strumentale a tale obbligo, viene rafforzata parallelamente la disciplina inerente agli obblighi di informativa incombenti sulle imprese non finanziarie riguardo al grado di sostenibilità (CSRD) della loro attività produttiva¹⁰⁴.

Il ruolo chiave che le banche, quindi, sono chiamate a giocare discende dalla loro forza nell'orientare i comportamenti delle imprese, delle amministrazioni e delle famiglie verso gli obiettivi suggellati nell'Accordo di Parigi. Tale potenzialità promana dalle particolari metodologie con cui la banca esercita il proprio *business* e che prevedono, soprattutto nell'attività di *lending*, la verifica del merito di credito, effettuata attraverso l'acquisizione di un set informativo che può «contemperare agevolmente anche la rilevazione di fattori etici, sociali e ambientali, oltre che economico-finanziari»¹⁰⁵.

Taxonomy Regulation and SFDR is a disclosure-based one which will be effective depending on the market reaction».

¹⁰⁴ V. il considerando 2 della CSRD, dove si precisa che il miglioramento dei dati comunicati dalle imprese riguardo ai rischi di sostenibilità a cui sono esposte e all'impatto che esse producono sulle persone e sull'ambiente è essenziale per l'efficace attuazione del Green Deal europeo e del piano d'azione sulla finanza sostenibile. M. SEMERARO, *op. cit.*, 260. «È indispensabile che i partecipanti ai mercati finanziari recuperino le informazioni loro necessarie alla classificazione dei prodotti e che tali informazioni abbiano un certo grado di attendibilità». Aggiunge E. ALAIO, *I rischi emergenti per il settore bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 1, gennaio 2023, 64 ss., che «Forte impegno in parallelo è nella diffusione della cultura ESG alle imprese al fine soprattutto di adeguare le misurazioni di rischio di credito e di incorporare tale componente nei sistemi di rating». Affronta il contrasto tra l'esigenza di una collaborazione tra imprese per ottenere progressi significativi in termini di sostenibilità e il divieto di intese restrittive stabilito all'art. 101 TFUE. C. MURACA, *Tutela della concorrenza e sostenibilità ambientale: dialogo difficile ma necessario*, in *Riv. Reg. merc.*, 1, 2021, 70 ss.

¹⁰⁵ E. ALAIO, M. BOWINKEL, *La sostenibilità in ambito bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 4, 1 aprile 2022, 63 ss.

Strumentale, infine, al funzionamento della struttura appena descritta è l'istituzione di strumenti ad *hoc*, quali indici di riferimento climatici e obbligazioni verdi europee¹⁰⁶.

¹⁰⁶ Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 *che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento*, c.d. *EU Climate benchmarks regulation*, applicato dall'aprile 2020; v. anche la Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio *sulle obbligazioni verdi europee*, COM(2021) 391 final, 2021/0191 (COD), Bruxelles, 6 luglio 2021, su cui ci si soffermerà meglio *infra* §III.

CAPITOLO II

-

IL QUADRO NORMATIVO EUROPEO SULLA SOSTENIBILITÀ

1. Dall'Accordo di Parigi al Green Deal europeo, un rapido excursus

L'ONU, nel 2015, con l'Agenda 2030, fissa i c.d. *Sustainable Development Goals*¹⁰⁷ (“SDGs”), il fondamento su cui

¹⁰⁷ L'Assemblea Generale delle Nazioni Unite delinea un insieme di 17 macro-obiettivi: 1) porre fine ad ogni forma di povertà; 2) porre fine alla fame, raggiungendo la sicurezza alimentare e migliorando la nutrizione attraverso la promozione di un'agricoltura sostenibile; 3) assicurare la salute e il benessere per tutti e ad ogni età; 4) fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, ed opportunità di apprendimento per tutti; 5) raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze; 6) garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igieniche e sanitarie; 7) assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni; 8) incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile e un'occupazione piena e produttiva e un lavoro dignitoso per tutti; 9) costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile; 10) ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra Nazioni; 11) rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili; 12) garantire modelli sostenibili di produzione e consumo; 13) promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico; 14) conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile; 15) proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre; 16) pace, giustizia ed istituzioni forti; 17) rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per uno sviluppo sostenibile (<https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>).

poggia l'accordo, siglato a Parigi nel 2015, da 195 paesi (COP21). La volontà sottostante all'accordo è quella di indirizzare ingenti flussi finanziari verso uno sviluppo contraddistinto da basse emissioni di gas con effetto serra e da riduzione dei rischi e delle incidenze legate al clima. La comunità internazionale si è impegnata, in quell'occasione, a mantenere il riscaldamento medio globale al di sotto dei 2 gradi Celsius rispetto ai livelli preindustriali, e a proseguire gli sforzi per limitare l'aumento della temperatura a 1,5 gradi.

A livello comunitario¹⁰⁸, con la Comunicazione della Commissione del 22 novembre 2016, l'Europa si impegna ad attuare l'Agenda 2030 in modo «completo, coerente, globale, intero ed efficace¹⁰⁹», e concorda, sottoscrivendo gli Accordi di Parigi, sulla necessità di raggiungere, entro il 2030, obiettivi in termini di riduzione dei gas serra rispetto ai livelli del 1990 (-40%), percentuale di fabbisogno energetico soddisfatto attraverso fonti rinnovabili (32%) e miglioramento dell'efficienza energetica rispetto al 1990 (+32,5%)¹¹⁰.

Con riferimento alla riconversione del sistema finanziario a sostegno della crescita sostenibile, l'impegno della Commissione si rintraccia nell'*Action plan package* che ha portato all'istituzione di un *High-level expert group on Sustainable Finance* (HLEG). La Commissione, in sostanza, per favorire l'elaborazione di strumenti normativi idonei al

¹⁰⁸ Per una approfondita analisi sulla normativa emanata dal legislatore europeo, si v. 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.*, 2022.

¹⁰⁹ Comunicazione della Commissione, 22 novembre 2016, *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità*, COM(2016) 739 final, impegni poi ribaditi per l'Unione e gli Stati membri nelle *Conclusioni del Consiglio* del 20 giugno 2017.

¹¹⁰ R. DE LUCA, N. LUCIDO, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Finanza sostenibile e fattori "ESG": stato dell'arte, sviluppi futuri e opportunità*, 2022.

raggiungimento degli SDGs, nel 2016 ha istituito un comitato di esperti che raggruppava competenze diversificate¹¹¹, con il compito di elaborare raccomandazioni funzionali a finanziare la crescita sostenibile, incentivare gli investimenti in progetti sostenibili, gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali, promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG), la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.

Nel marzo 2018, a seguito del rapporto dell'HLEG¹¹², la Commissione Europea pubblica l'*Action Plan on Financing Sustainable Growth*¹¹³. Il Piano d'Azione UE, strutturato in dieci direttrici¹¹⁴, è finalizzato ad introdurre un framework normativo

¹¹¹ Nella *Comunicazione* del 14 settembre 2016, COM(2016) 601 final, sulla *Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme*, la Commissione si impegnava (i) ad aumentare la disponibilità di “fondi verdi” attraverso il Fondo europeo per gli investimenti strategici, destinando almeno il 20% del bilancio dell'UE 2014 – 2020 all'azione per il clima e creando una piattaforma per il finanziamento dell'economia circolare e altresì (ii) ad istituire un gruppo di esperti con il compito di elaborare una strategia europea complessiva in materia di finanza verde nei prossimi mesi.

¹¹² L'HLEG presenterà, il 31 gennaio 2018, il *Final report of the High-Level Expert Group on sustainable finance*.

¹¹³ *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, Bruxelles, 8 marzo 2018.

¹¹⁴ *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, Bruxelles, 8 marzo 2018, dove sono enunciate le seguenti azioni:

nel settore finanziario comune a tutti gli stati membri che si fonda, essenzialmente, su tre colonne portanti: *i)* un comune sistema classificatorio europeo delle attività sostenibili dal punto di vista ambientale, così da consentire alle imprese finanziarie e non finanziarie di condividere una definizione comune di sostenibilità, al fine di ottenere un quadro di riferimento certo per le scelte degli operatori, riducendo i fenomeni di c.d. *greenwashing*¹¹⁵; *ii)* nuovi obblighi di informativa al pubblico per le imprese finanziarie e non finanziarie¹¹⁶; *iii)*

1) Introdurre una Tassonomia dell'Ue per la finanza sostenibile, un sistema condiviso di definizione e classificazione dei prodotti e dei servizi sostenibili; 2) Creare standard e certificazioni per i green bond, per sostenere la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori; 3) Incrementare gli investimenti verso infrastrutture sostenibili; 4) Introdurre modifiche alle direttive MiFID II, IDD e alle linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti nei servizi di consulenza; 5) Rendere le metodologie adottate dagli index provider più trasparenti nella costruzione dei benchmark di sostenibilità; 6) Incoraggiare le società di rating ad integrare i criteri ESG nelle loro valutazioni; 7) Includere i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario degli investitori istituzionali; 8) Analizzare l'eventuale riduzione dei requisiti patrimoniali minimi delle banche sugli investimenti sostenibili, nel caso di profili di rischio inferiori; 9) Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria; 10) Incoraggiare l'integrazione dei criteri ESG e l'adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione.

¹¹⁵ Il fenomeno è assai diffuso: da un report della Commissione Europea condotta nel 2020 su un campione di dichiarazioni ambientali, (consultabile al seguente link https://environment.ec.europa.eu/topics/circular-economy/green-claims_en) ha rilevato che circa il 53% di esse appare inaffidabile perché inaccurate, opache, ambigue o inconsistenti. InfluenceMap, un *think tank* indipendente che si occupa di finanza sostenibile ha esaminato nel 2021 oltre 750 fondi azionari gestori di circa 330 miliardi di dollari investiti in prodotti dichiarati green o ESG-compliant, rilevando che circa il 70% (con asset per 256 miliardi di dollari), non rispettava gli obiettivi climatici del Trattato di Parigi.

¹¹⁶ T. LIOZZO, F. SCHIMPERNA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 744, Dicembre

l'introduzione di indici *benchmark* (*EU Climate Transition* e *EU Paris-aligned*) allineati alla transizione climatica e all'accordo di Parigi e la definizione di standard di investimento sostenibili con etichette specifiche, che possano concorrere ad un migliore orientamento degli investitori (aziende, partecipanti al mercato e intermediari finanziari).

Nel maggio 2018, la Commissione presenta un pacchetto di proposte legislative¹¹⁷ - per il cui sviluppo istituisce un *Technical expert group on sustainable finance*¹¹⁸ - che costituirà il fondamento per un quadro normativo sulla finanza sostenibile¹¹⁹.

2022, 5: «A key role, always in the hands of governments, is also played by the availability of high quality climate-related data and information. Indeed, from a macro-economic perspective the availability of such data is a precondition for monitoring financial stability risks and assessing vulnerabilities; from a more micro perspective, ESG reporting increases companies' awareness and could help them in setting targets, measuring impacts and governing change in their organization».

¹¹⁷ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, COM(2018) 353 Final, 24/05/2018.

¹¹⁸ Il TEG è formato da membri della società civile, dell'accademia, del mondo imprenditoriale e del settore finanziario, ha la possibilità di avvalersi di esperti e osservatori anche internazionali competenti nelle materie via via considerate. Il Gruppo ha cominciato i propri lavori nel luglio 2018, con lo scopo di assistere la Commissione riguardo allo sviluppo di un sistema di classificazione unificato per le attività e le metodologie economiche sostenibili, per la definizione di indici collegati a basse emissioni di carbonio e altresì per la creazione di standard EU per i "green bond", nonché di metriche per l'informativa climatica. V. COM(2018) 353 Final, Articolo 15, *Piattaforma sulla finanza sostenibile*.

¹¹⁹ Commissione Europea, *Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici*, Comunicato stampa, Bruxelles, 24 maggio 2018.

Un anno dopo, viene adottata la *Comunicazione* con cui si prospetta il c.d. *EU Green Deal*¹²⁰, volto a rafforzare il Piano d'azione del 2018, allo scopo di rendere l'Europa il primo continente a impatto climatico zero entro il 2050 e di ridurre le emissioni di gas a effetto serra di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990¹²¹. Il Green Deal europeo prevede una cronoprogramma con azioni¹²² volte a stimolare l'uso efficiente delle risorse grazie al passaggio a un'economia circolare e pulita, arrestare i cambiamenti climatici, mettere fine alla perdita di biodiversità e ridurre l'inquinamento.

¹²⁰ *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Il Green Deal europeo*, COM(2019) 640 Final, Bruxelles, 11 dicembre 2019. Nella Figura 1, p. 3, vengono raffigurati gli elementi che lo compongono: *i)* rendere più ambiziosi gli obiettivi dell'UE in materia di clima per il 2030 e il 2050; *ii)* garantire l'approvvigionamento di energia pulita, economica e sicura; *iii)* mobilitare l'industria per un'economia pulita e circolare; *iv)* costruire e ristrutturare in modo efficiente sotto il profilo energetico e delle risorse; *v)* stimolare la ricerca e l'innovazione; *vi)* obiettivo "inquinamento zero" per un ambiente privo di sostanze tossiche; *vii)* preservare e ripristinare gli ecosistemi e la biodiversità; *viii)* "Dal produttore al consumatore": un sistema alimentare equo, sano e rispettoso dell'ambiente; *ix)* Accelerare la transizione verso una mobilità sostenibile e intelligente.

¹²¹ R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), 287, secondo cui: «La formula Green New Deal, che all'evidenza ricalca al New Deal rooseveltiano che negli anni Trenta dello scorso secolo rilanciò l'economia statunitense depressa dalla grande crisi del 1929, è stata coniata dall'economista Jeremy Rifkin per evocare simbolicamente l'insieme di azioni necessarie a liberare l'economia globale dai combustibili fossili».

¹²² Cfr. l'Allegato della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Il Green Deal europeo*, Allegato della comunicazione sul Green Deal europeo, Tabella di marcia – Azioni chiave, al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1596443911913&uri=CELEX%3%52019DC0640#document2>.

Il diritto unionale sui fattori ESG - lo si ripete - ruota attorno a tre fuochi: *i*) il primo di essi è costituito dalla “tassonomia dell’UE”; *ii*) il secondo, strettamente connesso al primo, riguarda la revisione degli obblighi di *disclosure* a carico degli enti finanziari e di quelli non finanziari; *iii*) il terzo invece, riguarda gli strumenti ad *hoc*, quali indici di riferimento climatici e obbligazioni verdi europee.

2. Il Regolamento (UE) 2020/ 852 (o Regolamento Tassonomia)

Con riferimento al primo, e cioè alla *Tassonomia dell’UE sulle attività eco-compatibili*, si intende un sistema di classificazione e certificazione unificato a livello UE dei prodotti e servizi considerati ecosostenibili. Tale modello trova il proprio fondamento, come si è detto in precedenza, nel Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile, del marzo 2018¹²³, nella conseguente proposta di regolamento lanciata nel maggio dello stesso anno¹²⁴ e, quindi, nel Regolamento (UE) 2020/852, il c.d. *Taxonomy Regulation*, entrato in vigore il 12 luglio 2020¹²⁵.

¹²³ V. COM(2018) 97 final, Bruxelles, 8 marzo 2018

¹²⁴ V. Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, COM(2018) 353 final 2018/0178(COD), Bruxelles, 24 maggio 2018.

¹²⁵ Per un approfondimento sull’argomento, si v. C. V. GORTSOS, D. KYRIAZIS, *The Taxonomy Regulation and its Implementation (Their fully updated edition, January 2024)*, in EBI WORKING PAPER SERIES, 2023, n. 136, dove si sottolinea come il regolamento in questione forma, unitamente agli atti legislativi che questo emenda –

Il campo di applicazione del regolamento Tassonomia, a norma dell'art. 1, riguarda: *i*) le misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione europea che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili; *ii*) ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari; *iii*) le imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'art. 19 *bis* o dell'art. 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio. Gli operatori economici o le autorità pubbliche che non sono soggetti al regolamento (UE) 2020/852 possono comunque applicarlo su base volontaria

Il regolamento è stato poi integrato da atti delegati volti a definire i criteri di vaglio tecnico che determinano se un'attività economica contribuisce agli obiettivi ambientali come indicati all'art. 9 del regolamento in commento, ai sensi del quale «[...] s'intendono per obiettivi ambientali: *a*) la mitigazione dei cambiamenti climatici; *b*) l'adattamento ai cambiamenti climatici; *c*) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; *d*) la transizione verso un'economia circolare; *e*) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; *f*) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi», nel rispetto, comunque, del principio del «non arrecare un danno significativo» (o *Do No Significant Harm*, DNSH), di cui all'art. 2, punto 17), del regolamento (UE) 2019/2088 (v. *infra* §II, 3), ai sensi del quale per investimento

Reg. (UE) 2019/2088 (SFDR); Reg. (UE) 2019/2089 (“Low Carbon Benchmarks Regulation”) – la c.d. “*regulatory trilogy*” realizzando l'Action Plan della Commissione del 2015 sulla costruzione del “*Capital Markets Union*”.

sostenibile si intende «investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali¹²⁶».

Con il pacchetto dell'aprile 2021¹²⁷, la Commissione presenta l'atto delegato relativo agli aspetti climatici della

¹²⁶ M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 1, 1 marzo 2023, 63 ss.: «l'2, paragrafo 1, n. 17 del Regolamento il quale indica come linea di demarcazione, tra ciò che è sostenibile e ciò che non lo è, il principio del non arrecare un danno “significativo” agli obiettivi ESG, principio non così chiaro e dirimente se si pensa al fatto che — allo stato — sia il Regolamento sia gli standard tecnici tratta(vano) il solo danno ambientale».

¹²⁷ V. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri*

tassonomia dell'UE, con l'intento di fornire supporto concreto agli operatori nei settori economici che impattano sulle emissioni di carbonio, atto che poi confluirà nel Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare, appunto, a quali condizioni si possa considerare che una determinata attività economica contribuisce in modo sostanziale alle mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai medesimi, nonché quelli che, per ogni obiettivo ambientale interessato di cui all'articolo 9 del medesimo regolamento, permettono di determinare se l'attività economica arreca un danno significativo a uno o più di tali obiettivi, il c.d. *Climate Delegated Act*. Questi criteri di vaglio tecnico interessano attività in nove settori economici¹²⁸, scelti per via della quota di emissioni di gas a effetto serra sul totale e della comprovata capacità potenziale di evitare di produrre tali emissioni, ridurle o assorbirle. Il regolamento delegato 2021/2139 non contempla, tuttavia, tutte le attività economiche che possono contribuire in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai medesimi, ed è per questo che è stato emanato, il 27 giugno 2023, il regolamento delegato (UE) 2023/2485, che modifica il

fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo, COM(2021) 188 final, Bruxelles, 21 aprile 2021.

¹²⁸ In particolare, si v. l'indice contenuto nell'Allegato 1 al Reg. delegato (UE) 2021/2139: *i)* silvicoltura; *ii)* attività di protezione e ripristino ambientale; *iii)* attività manifatturiere; *iv)* energia; *v)* fornitura di acqua, reti fognarie, trattamento dei rifiuti e decontaminazione; *vi)* trasporti; *vii)* edilizia e attività immobiliari; *viii)* informazione e comunicazione; *ix)* attività professionali, scientifiche e tecniche.

regolamento delegato (UE) 2021/2139 fissando criteri di vaglio tecnico supplementari¹²⁹.

Lo scopo sottostante all'emanazione di tali criteri è quello di garantire che l'attività economica abbia un impatto positivo o, quantomeno, riduca l'impatto negativo sulla mitigazione dei cambiamenti climatici o sull'adattamento ai medesimi. Essi fanno riferimento, pertanto, a valori limite o livelli di prestazione da raggiungere perchè si possa considerare che l'attività economica contribuisce in tal senso a mitigare i cambiamenti climatici o adattarvisi. I criteri di vaglio tecnico afferenti al principio «non arrecare un danno significativo» assicurano, inoltre, che l'attività economica non abbia un impatto negativo significativo sull'ambiente, ivi compreso sul clima¹³⁰, e perciò i criteri specificano le prescrizioni minime che l'attività economica deve soddisfare per essere considerata ecosostenibile¹³¹.

¹²⁹ In particolare, le attività economiche supplementari che contribuiscono in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici riguardano, in larga misura, il settore dei trasporti e la sua catena del valore. Le attività economiche supplementari che contribuiscono in modo sostanziale all'adattamento ai cambiamenti climatici sono la desalinizzazione e i servizi di prevenzione e risposta alle catastrofi e alle emergenze climatiche.

¹³⁰ V. considerando 5 del reg. del. 2023/2486.

¹³¹ Si pensi, a titolo di esempio, al settore dedito alla ricerca, allo sviluppo e all'innovazione per la cattura diretta di CO₂ direttamente nell'atmosfera. Con riferimento al primo profilo, e cioè la valutazione in merito al contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici, i criteri di vaglio tecnico del reg. 2021/2139 chiariscono che l'attività in questione mitiga i cambiamenti climatici se *a)* ricerca, sviluppa o fornisce innovazione per tecnologie, prodotti o altre soluzioni dedicati alla cattura diretta di CO₂ nell'atmosfera; *b)* a seguito della loro commercializzazione, l'attuazione delle tecnologie, dei prodotti o di altre soluzioni oggetto di ricerca può potenzialmente determinare una riduzione complessiva delle

Si ricorda, anche, il regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852

emissioni nette di gas serra; c) qualora la tecnologia, il prodotto o la soluzione di altro tipo oggetto di ricerca, sviluppo o innovazione presenti un TRL (*Technology Readiness Level*) da 1 a 7, le emissioni di gas serra nel ciclo di vita sono valutate in forma semplificata dall'ente che conduce la ricerca. L'ente dimostra di possedere, se del caso: 1) un brevetto non più vecchio di 10 anni associato alla tecnologia, al prodotto o alla soluzione di altro tipo, in cui sono state fornite informazioni sul relativo potenziale di riduzione delle emissioni di gas serra; o 2) un'autorizzazione ottenuta da un'autorità competente per la gestione del sito dimostrativo associato alla tecnologia, al prodotto o alla soluzione di altro tipo innovativi per la durata del progetto dimostrativo, in cui sono state fornite informazioni sul relativo potenziale di riduzione delle emissioni di gas serra. Qualora la tecnologia, il prodotto o la soluzione di altro tipo oggetto di ricerca, sviluppo o innovazione presenti un TRL pari a 8 o superiore, le emissioni di gas serra nel ciclo di vita sono calcolate utilizzando la raccomandazione 2013/179/UE o, in alternativa, la norma ISO 14067:2018 o la norma ISO 14064-1:2018 e sono verificate da una terza parte indipendente.

Con riferimento, invece, al non arrecare un danno significativo i) all'uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine, devono essere valutati e affrontati «tutti i rischi potenziali per il buono stato o il buon potenziale ecologico dei corpi idrici, comprese le acque superficiali e sotterranee, o per il buono stato ecologico delle acque marine derivanti dalla tecnologia, dal prodotto o dalla soluzione di altro tipo oggetto di ricerca»; ii) alla transizione verso un'economia circolare, «sono valutati e affrontati tutti i rischi potenziali per gli obiettivi dell'economia circolare derivanti dalla tecnologia, dal prodotto o dalla soluzione di altro tipo oggetto di ricerca, tenendo conto dei tipi di potenziale danno significativo di cui all'articolo 17, paragrafo 1, lettera d), del regolamento (UE) 2020/852»; iii) alla prevenzione e riduzione dell'inquinamento, «sono valutati e affrontati tutti i rischi potenziali di generare un aumento significativo delle emissioni di inquinanti nell'aria, nell'acqua o nel terreno derivanti dalla tecnologia, dal prodotto o dalla soluzione di altro tipo oggetto di ricerca»; iv) in merito alla protezione e ripristino della biodiversità degli ecosistemi, «sono valutati e affrontati tutti i rischi potenziali per la buona condizione o la resilienza degli ecosistemi o per lo stato di conservazione degli habitat e delle specie, compresi quelli di interesse dell'Unione, derivanti dalla tecnologia, dal prodotto o dalla soluzione di altro tipo oggetto di ricerca».

del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19-*bis* o all'articolo 29-*bis* della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa. L'atto delegato specifica quali informazioni devono essere divulgate dalle imprese finanziarie e non finanziarie in riferimento alla rispettiva prestazione ambientale sulla base della tassonomia dell'Unione, come previsto dall'art. 8, par. 4, del Regolamento Tassonomia. Il 27 giugno 2023, inoltre, è stato emanato il regolamento delegato (UE) 2023/2486, che fissa i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale all'uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine, alla transizione verso un'economia circolare, alla prevenzione e alla riduzione dell'inquinamento o alla protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, e che modifica il regolamento delegato (UE) 2021/2178 per quanto riguarda la comunicazione al pubblico di informazioni specifiche relative a tali attività economiche.

3. Il Regolamento (UE) 2019/2088 (o SFDR) ...

Con riferimento al secondo elemento, e cioè al regime di informativa obbligatorio, nel maggio 2018 si arriva a una proposta di

regolamento¹³² sulle modalità con cui gli investitori istituzionali (ad esempio i gestori di patrimoni, le compagnie di assicurazione, i fondi pensionistici e i consulenti finanziari) integrano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel loro processo decisionale relativo alle scelte di investimento e all'attività di consulenza. Si arriva, così, al regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, c.d. *Disclosure* o SFDR (acronimo che sta per *Sustainable Finance Disclosure Regulation*), che entra in vigore il 10 marzo 2021¹³³. Lo scopo del SFDR è, come definito all'art. 1, quello di stabilire «norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari»¹³⁴. L'ambito di applicazione soggettivo del regolamento è molto ampio e riguarda: *i*) i «partecipanti ai mercati finanziari», una nuova categoria introdotta proprio dal Regolamento in commento che assomma, essenzialmente, tutti i soggetti del mercato finanziario che forniscono alla clientela servizi di gestione e consulenza

¹³² V. COM(2018) 353 final, 2018/0178 (COD), Bruxelles, del 24 maggio 2018.

¹³³ Per una attenta analisi del provvedimento in commento, si v. D. BUSCH, *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, in EBI WORKING PAPER SERIES, 2021, n. 70, 6 aprile 2021.

¹³⁴ V. M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, cit., 718, secondo cui il Regolamento di cui si discute «intende rendere il profilo di sostenibilità dei fondi meglio comparabile e di più facile comprensione per gli investitori, classificando i prodotti di investimento in tipologie specifiche e prevedendo criteri quantitativi per valutare gli impatti ambientali, sociali e di *governance* del processo di investimento per ciascun fondo».

sugli investimenti¹³⁵ (banche, imprese d'investimento, assicurazioni, enti pensionistici, realtà dei fondi di investimento)¹³⁶; e *ii*) consulenti finanziari¹³⁷.

Il regolamento si articola in: *a*) comportamenti da tenere e; *b*) documenti da consegnare o mettere a disposizione del cliente. Stabilisce sia regole sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione o considerazione, nei loro processi interni, dei rischi e degli effetti negativi inerenti ai fattori

¹³⁵ Ai sensi dell'art. 2, punto 1), per "partecipante ai mercati finanziari" si intende: «*a*) un'impresa di assicurazione che rende disponibile un prodotto di investimento assicurativo (IBIP); *b*) un'impresa di investimento che fornisce servizi di gestione del portafoglio; *c*) un ente pensionistico aziendale o professionale (EPAP); *d*) un creatore di un prodotto pensionistico; *e*) un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA); *f*) un fornitore di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP); *g*) un gestore di un fondo per il venture capital qualificato registrato conformemente all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 345/2013; *h*) un gestore di un fondo qualificato per l'imprenditoria sociale registrato conformemente all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 346/2013; *i*) una società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (società di gestione di OICVM); oppure *j*) un ente creditizio che fornisce servizi di gestione del portafoglio»

¹³⁶ D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future*, 3 marzo 2022, in *www.dirittobancario.it*, 2.

¹³⁷ Ai sensi dell'art. 2, punto 11), rientrano, invece, nella categoria del "consulente finanziario": «*a*) un intermediario assicurativo che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; *b*) un'impresa di assicurazione che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; *c*) un ente creditizio che fornisce consulenza in materia di investimenti; *d*) un'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti; *e*) un GEFIA che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 4, lettera b), punto i), della direttiva 2011/61/UE; oppure *f*) una società di gestione di OICVM che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 3, lettera b), punto i), della direttiva 2009/65/CE».

di sostenibilità, sia regole sulla comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari. Viene data una definizione di «investimento sostenibile»¹³⁸ e di «prodotto finanziario»¹³⁹; il *discrimen* tra ciò che è sostenibile e ciò che non lo è viene costruito attorno al principio del non arrecare un danno significativo agli obiettivi ESG, di cui all'art. 2, paragrafo 1, n. 17 del regolamento. Il principio, invero, a giudizio di attenta dottrina¹⁴⁰, non risulta poi così chiaro e dirimente poiché - allo stato - sia il Regolamento sia gli *standard* tecnici trattano il solo danno ambientale.

Ad ogni modo, il regolamento prevede norme sulla trasparenza ascrivibili alle seguenti categorie: *a)* trasparenza delle politiche in materia di rischio di sostenibilità (art. 3); *b)*

¹³⁸ L'investimento sostenibile è definito all'art. 2, punto 17, come quell'investimento «in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra perché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare; o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale: in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate, a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi (principio del “*do not significantly harm*”) e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali».

¹³⁹ I prodotti presi a riferimento spaziano dai prodotti finanziari o prodotti di investimento assicurativo ai fondi di investimento alternativo o ai prodotti pensionistici individuali paneuropei.

¹⁴⁰ M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2023, 63 ss.

trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto (art. 4); *c*) trasparenza delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità (art. 5); *d*) trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità (art. 6); *e*) trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario (art. 7); *f*) trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale (art. 8); *g*) trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali (art. 9); *h*) trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili su siti web (art. 10); *i*) trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali degli investimenti sostenibili nelle relazioni periodiche (art. 11); *j*) riesame delle informazioni comunicate (art. 12)¹⁴¹.

Sostanzialmente, si può dire che il regolamento preveda due livelli di trasparenza:

1) trasparenza a livello di soggetto: i soggetti considerati sono i partecipanti ai mercati finanziari ed i consulenti finanziari, per cui:
a) i partecipanti ai mercati finanziari devono pubblicare, su sito web, le informazioni *i*) sulle politiche adottate in materia di rischi

¹⁴¹ M. LEMBO, *op. cit.*, 65: «In chiave interpretativa, la Consob ha chiarito che il regolamento in oggetto non introduce – in realtà – nuove disposizioni ma integra obblighi già previsti che si sostanziano nel dettato dell'art. 21 t.u.f, vale a dire agire nel miglior interesse degli investitori. Nondimeno, risulta evidente come un tema cruciale sia quello di riclassificare i prodotti “in catalogo” da parte degli operatori al fine di rispettare le macro categorie individuate dalla SFDR, e cioè: 1) prodotti caratterizzati da fattori ambientali; 2) prodotti caratterizzati da fattori sociali; 3) Prodotti con obiettivi di investimento sostenibili; 4) Prodotti “altri”, quale categoria residuale».

di sostenibilità; *ii*) sul modo in cui vengono considerati o sulle ragioni per cui non vengono considerati, nell'ambito dei processi decisionali, gli effetti negativi (*adverse impact*) per i fattori di sostenibilità; *3*) sulle politiche di remunerazione per incentivare a tenere conto di rischi di sostenibilità, *b*) i consulenti finanziari sono tenuti a pubblicare su sito web lo stesso tipo di informazioni con riferimento alle loro consulenze in materia di investimenti e assicurazioni¹⁴²;

2) trasparenza a livello di prodotto finanziario: per quanto riguarda la trasparenza a livello di prodotti finanziari, vengono distinte essenzialmente, le categorie che seguono: *a*) prodotti c.d. «ESG», anche detti «*ex art. 8*», che promuovono caratteristiche ambientali e sociali¹⁴³: pur avendo caratteristiche ESG, non hanno come obiettivo un investimento sostenibile, dal momento che tali prodotti finanziari hanno «gradi diversi di ambizione in materia di sostenibilità¹⁴⁴»; *b*) prodotti «sostenibili», anche detti «*ex art. 9*», che effettuano investimenti sostenibili¹⁴⁵: si tratta di prodotti che devono essere totalmente investiti in

¹⁴² T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, 607.

¹⁴³ Ai sensi dell'art. 8, *Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale*, paragrafo 1, del Reg. (UE) 2019/2088: «Se un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance, le informazioni da comunicare a norma dell'art. 6, paragrafi 1 e 3, includono quanto segue: *a*) informazioni su come tali caratteristiche siano rispettate; *b*) qualora sia stato designato un indice come indice di riferimento, informazioni che indichino se e in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche».

¹⁴⁴ Reg. delegato (UE) 2022/1288, considerando 14.

¹⁴⁵ Ai sensi dell'art. 9, *Trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali*, par. 1, 2 e 3: «Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili

investimenti sostenibili¹⁴⁶; c) prodotti «non ESG», ovvero *ex art.* 6: in tale categoria residuale sono raggruppati tutti i prodotti che, per esclusione, non promuovono caratteristiche ambientali o sociali e che non effettuano investimenti sostenibili¹⁴⁷.

ed è stato designato un indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, sono accompagnate: *a)* da informazioni che indicano in che modo l'indice designato è in linea con detto obiettivo; *b)* da una spiegazione che indica perché e in che modo l'indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili e non è stato designato alcun indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi. In deroga al paragrafo 2 del presente articolo, se non è disponibile un indice di riferimento UE di transizione climatica o un indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi in conformità del regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio (20), le informazioni di cui all'articolo 6 includono una spiegazione dettagliata del modo in cui è assicurato lo sforzo costante per raggiungere l'obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi».

¹⁴⁶ L'aspetto è chiarito, *inter alia*, da ESMA, v, Q&A del 14 luglio 2021, 5; il punto è confermato esplicitamente dal Reg. delegato UE n. 2022/1288, ove si sancisce, al considerando 15, che «è opportuno che i prodotti finanziari che hanno come obiettivo investimenti sostenibili effettuino soltanto investimenti sostenibili», con ciò rendendo palese che tali prodotti, pur dovendo essere «tematici», al contempo *possono – non devono –* essere «tassonomici»: possono rispettare i dettami del reg. tassonomia.

¹⁴⁷ D. DONATO ABATE, *Osservatorio – La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio?* in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2023, 610 ss, che sottolinea come la disciplina di riferimento non impone ai prodotti finanziari alcuna connotazione ESG: il legislatore non è giunto,

Sussiste, in ordine a tali prodotti, il dovere di fornire determinate informazioni, a seconda dei casi mediante *i)* sito web; *ii)* documentazione precontrattuale e *iii)* relazioni periodiche¹⁴⁸.

Ad ogni modo, per quanto riguarda i primi due prodotti finanziari, la prassi ha richiesto come necessario, oltre al prerequisito della verifica del rispetto, da parte delle imprese che beneficiano di tali investimenti, di prassi di buona governance (in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali, come enunciato all'art. 2, punto 17): *i)* uno *screening* ESG negativo, che consiste nell'individuazione di determinati settori nei quali si esclude di investire tramite il fondo (ad es. nelle aziende *brown*); *ii)* uno screening di tipo positivo, atto a scongiurare pratiche di vendite improprie e «*greenwashing*» e, così, permettere agli investitori finali di comprendere meglio gli effetti delle strategie di esclusione

infatti, a contemplare una disposizione che obblighi gli intermediari a strutturare prodotti finanziari ESG, a meno che una tale richiesta non provenga esplicitamente dall'investitore. Anche in questo caso, tuttavia, l'intermediario che non intenda dotarsi di prodotti c.d. *ex art. 8* ovvero art. 9, può ovviamente sempre rifiutarsi di prestare il servizio nei confronti dell'investitore che aveva specificatamente manifestato una «preferenza di sostenibilità».

¹⁴⁸ Il Reg. (UE) 2020/852 ha integrato questa disciplina imponendo che l'informativa precontrattuale debba indicare in quale misura gli investimenti sottostanti al prodotto finanziario rispettino il principio del *do no significant harm* e siano ecosostenibili in ossequio a quanto previsto dallo stesso regolamento sulla tassonomia ambientale e, per quanto riguarda i prodotti finanziari che non perseguono obiettivi ambientali e che non presentano caratteristiche ambientali o sociali, che l'informativa precisi che «gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili» (T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, 610 ss.)

applicate da taluni prodotti finanziari. La finalità è quella di confermare eventuali impegni in termini di esclusione di investimenti nelle informazioni sull’allocazione degli attivi e nelle informazioni sugli indicatori di sostenibilità utilizzati per misurare gli effetti di tali strategie, così contrastando quelle pratiche di mercato dove i prodotti, pur vantando strategie di esclusione, escludono invece un numero limitato di investimenti o si basano su esclusioni obbligatorie per legge¹⁴⁹.

4. ...e la Direttiva (UE) 2022/2464 (o CSRD)

L’informazione societaria sulla sostenibilità è stata disciplinata dalla Direttiva 2014/95/UE del 22 ottobre 2014, denominata *Non-Financial Reporting Directive*, o NFRD, la quale reca modifica della direttiva 2013/34/UE del 26 giugno 2013 per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. La NFRD inserisce, all’interno della direttiva 2013/34/UE, l’articolo 19-*bis*, il quale impone alle imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico (ai sensi della direttiva 2006/43/CE¹⁵⁰ del 17 maggio 2006) e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di

¹⁴⁹ Reg. del. (UE) 2022/1288, considerando 16.

¹⁵⁰ Direttiva relativa alla revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati.

dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500¹⁵¹, di includere, nella relazione sulla gestione, una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività, tra cui: *a)* una breve descrizione del modello aziendale dell'impresa; *b)* una descrizione delle politiche applicate dall'impresa in merito ai predetti aspetti, comprese le procedure di *due diligence* applicate; *c)* il risultato di tali politiche; *d)* i principali rischi connessi a tali aspetti legati alle attività dell'impresa anche in riferimento, ove opportuno e proporzionato, ai suoi rapporti, prodotti e servizi commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti, nonché le relative modalità di gestione adottate dall'impresa; *e)* gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario pertinenti per l'attività specifica dell'impresa. In ossequio al principio del «*comply or explain*», si prevede che per le imprese che non applicano politiche in relazione a uno o più dei predetti aspetti, la dichiarazione di carattere non finanziario fornisce una spiegazione chiara e articolata del perché di questa scelta. Viene introdotto, inoltre, il nuovo art. 29-*bis* che detta disposizioni analoghe – ovviamente con opportuni adattamenti – con riferimento agli enti di interesse pubblico che sono imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni e che, alla data

¹⁵¹ Il d.lgs. 20 dicembre 2016, n. 254 che ha implementato la direttiva 2014/95/UE, gli enti di interesse pubblico rientrano nell'ambito di applicazione soggettivo dell'obbligo di rendicontazione «non finanziaria» qualora abbiano avuto, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500 e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato un totale dello stato patrimoniale di 20 milioni di euro oppure un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni di 40 milioni di euro.

di chiusura del bilancio, presentano, su base consolidata, un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500¹⁵².

Il pacchetto del 21 aprile 2021¹⁵³ prevede una proposta per una direttiva sulla rendicontazione societaria della sostenibilità nel settore aziendale (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD)¹⁵⁴: la Commissione vuole, infatti, rivedere le regole previste dalla direttiva 2014/95/UE sulle comunicazioni di carattere non finanziario (*Non-Financial Reporting Directive*, NFRD), nella prospettiva di un allargamento della platea delle imprese obbligate a fornire la dichiarazione non finanziaria, e rendere,

¹⁵² Secondo il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, per gruppo di grandi dimensioni si intende il gruppo costituito da una società madre e una o più società figlie che, complessivamente, abbiano avuto su base consolidata, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento e, sulla base del bilancio consolidato, abbiano complessivamente superato un totale dello stato patrimoniale di 20 milioni di euro oppure un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni di 40 milioni di euro.

¹⁵³ V. Commissione Europea, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità*, COM(2021) 189 final 2021/0104 (COD), Bruxelles, 21 aprile 2021.

¹⁵⁴ Invero, la proposta CSRD muove nel quadro degli obblighi per le imprese non finanziarie, previsto dal regolamento Tassonomia, all'art. 8, par. 1, che sancisce: «qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi dell'art. 19 bis o dell'art. 29 bis della direttiva 2013/34/UE include, nella dichiarazione di carattere non finanziario o nella dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate econostenibili ai sensi degli articoli 3 e 9».

così, più coerenti i rapporti sulla sostenibilità da parte delle imprese, di modo che le società finanziarie, gli investitori e il pubblico possano beneficiare di un flusso di informazioni sulla sostenibilità comparabile e uniforme. La finalità ultima, in effetti, è quella di creare un sistema che garantisca tale flusso informativo lungo tutta la catena del valore finanziario, un filo che unisce *i*) le imprese che richiedono risorse per soddisfare il fabbisogno finanziario per l'esercizio delle proprie attività economiche; *ii*) le imprese che emettono o negoziano prodotti finanziari per ottenere le risorse finanziarie da investire in quelle attività; e *iii*) gli operatori o risparmiatori che investono in tali prodotti.

La Direttiva (UE) 2022/2464 del 14 dicembre 2022, denominata *Corporate Sustainability Reporting Directive*, o «CSRD»¹⁵⁵, modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità¹⁵⁶. La direttiva, inoltre, integra e modifica pure la direttiva 2014/95/UE, integrando e modificando la direttiva 2013/34/UE fino ad

¹⁵⁵ L. SOLIMENE, *La Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2022, 595: «Si parla infatti ora di rendicontazione “di sostenibilità” invece che “non finanziaria”. La differenza marca il passaggio da una nozione di sostenibilità definita per negazione – ovvero intesa come “tutto ciò che non è finanziario” – ad una visione più accreditata e autonoma delle tematiche ESG, che assumono così pari dignità e autorevolezza rispetto alle informazioni finanziarie»; N. BRUTTI, *Le regole dell'informazione ambientale, tra pubblico e privato*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2022, 617: «si parlerebbe, infatti, di dichiarazione di sostenibilità, e non più di rendicontazione non-finanziaria, quasi a sottolineare che le responsabilità socio-ambientali dell'impresa sono ormai profondamente innervate nel business ed inestricabili rispetto ai destini delle strategie commerciali».

¹⁵⁶ V. art. 5 CSRD, secondo cui la direttiva diventerà applicabile in diversi scaglioni temporali a seconda della categoria di società.

estendere l'ambito di applicazione della normativa sulla rendicontazione di carattere «non finanziario»¹⁵⁷, potenziare l'efficacia di tale normativa e adattarla al regolamento SFDR e al regolamento tassonomia¹⁵⁸.

In particolare, lo scopo precipuo della CSRD è quello di garantire che le imprese rientranti nel suo ambito applicativo, e che ricevono o potrebbero ricevere investimenti, comunichino al pubblico - in ragione del principio della doppia materialità nel rapporto tra impresa e fattori ambientali o sociali - le informazioni sull'impatto dei fattori ambientali e sociali sull'impresa (prospettiva *outside-in*) e quelle sull'impatto dell'impresa sui fattori ambientali e sociali (in una prospettiva *inside-out*), così da consentire ad operatori e partecipanti ai mercati finanziari di disporre di tutte quelle informazioni di cui essi hanno necessità per adempiere ai propri obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità ai sensi del regolamento (UE) 2019/2088, o SFDR¹⁵⁹. Per fare ciò, la direttiva rende coerente la disciplina sull'informazione «non finanziaria» con le disposizioni previste dal regolamento (UE) 2020/852 sulla

¹⁵⁷ Invero, l'espressione «rendicontazione di sostenibilità» contenuta nella *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) ha sostituito la dicitura «rendicontazione non finanziaria» di cui alla *Non-Financial Reporting Directive*.

¹⁵⁸ T. DI MARCELLO, *op. cit.*, 610.

¹⁵⁹ Lo sottolinea ABE (2021), *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 51, punto 91, lett. B, dove si dice «More consistent and coherent ESG-related reporting by companies could help to enhance the quality and availability of ESG data. [...] Notably, the Commission has published its proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive, which now requires more granular ESG-related disclosures from a wider range of companies. On the side of institutions, the EBA's upcoming implementing technical standards on Pillar 3 disclosures on ESG risks will help towards standardization of ESG risk related disclosures».

tassonomia ambientale e i criteri di vaglio tecnico previsti dai relativi regolamenti delegati, di modo che la rendicontazione operata dalle società obbligate renda una fotografia il più possibile attendibile riguardo alla percentuale di allineamento delle società al regolamento suddetto¹⁶⁰.

In sintesi, le finalità principali della Direttiva CSRD consistono nel rendere le rendicontazioni di carattere non finanziario (*rectius*, rendicontazioni di sostenibilità): *i*) complete di tutte le informazioni oggetto di interesse degli *stakeholder*; *ii*) comparabili, tramite metodologie *standard* di rendicontazione a livello europeo; *iii*) affidabili; *iv*) più coerenti con il *framework* in materia di finanza sostenibile, compreso il regolamento SFDR e il regolamento tassonomia; *v*) strumentali agli obiettivi del *Green Deal* europeo¹⁶¹.

Rispetto alla disciplina di cui alla NFRD, la nuova direttiva: *i*) amplia l'ambito di applicazione degli obblighi di rendicontazione non finanziaria, dal momento che prevede come destinatarie tutte le imprese i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, ad esclusione delle micro-imprese quotate, e a tutte le società di grandi dimensioni, comprese le banche e le imprese di assicurazione, anche se non incluse tra le società quotate e gli altri enti di interesse pubblico ai sensi della direttiva 2006/43/CE¹⁶², le quali soddisfino almeno due dei seguenti criteri: *a*) fatturato netto superiore a 40 milioni di euro; *b*) totale di bilancio superiore a 20 milioni di euro; *c*) numero di dipendenti

¹⁶⁰ T. DI MARCELLO, *op. cit.*, 610.

¹⁶¹ L. BANFI, G. GIUSSANI, S. LUNGHI, *CSRD e proposta di direttiva CSDD*, in *www.dirittobancario.it*, 30 gennaio 2023, 3 ss.

¹⁶² L'UE stima che dalle circa 11.700 società che attualmente sono tenute a redigere la dichiarazione non finanziaria si passerà a circa 49.000.

superiore a 250¹⁶³; *ii*) introduce un obbligo di asseverazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte di un revisore specializzato che dovrebbe gradualmente convergere verso il modello della «*reasonable assurance*» basata su «*standards for reasonable assurance*» relativi alla sostenibilità che la Commissione invididuerà mediante atti delegati¹⁶⁴; *iii*) specifica in modo più dettagliato le informazioni sulla sostenibilità

¹⁶³ L. BANFI, G. GIUSSANI, S. LUNGHI, *op. cit.*: la disciplina, tuttavia, non si estenderà ai fondi di investimento alternativi e agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. Sono altresì escluse dalla redazione della rendicontazione di sostenibilità: *a*) le imprese figlie di società UE allorquando le stesse siano incluse nella relazione sulla gestione consolidata delle imprese madri e se tale relazione sia redatta in conformità alla Direttiva in oggetto; *b*) le imprese figlie di società estere, allorquando le imprese madri redigano la rendicontazione consolidata di sostenibilità in conformità ai *i*) principi di rendicontazione indicati dalla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) o *ii*) principi di rendicontazione di sostenibilità equivalenti così come individuati da un atto della Commissione. Ad ogni modo, si segnala che la Proposta di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (di cui si parlerà *infra* §II, 5), all'art. 11, si preoccupa di garantire la trasparenza e conoscibilità delle politiche di sostenibilità adottate dalle imprese, sancendo quanto segue: «1. Gli Stati membri provvedono a che ciascuna società non vincolata agli obblighi di comunicazione di cui agli articoli 19 bis e 29 bis della direttiva 2013/34/UE riferisca sulle materie disciplinate dalla presente direttiva pubblicando annualmente sul proprio sito web una dichiarazione in una lingua di uso comune a livello internazionale nel mondo degli affari. La dichiarazione è pubblicata entro il 30 aprile di ogni anno e riguarda l'anno civile precedente. 2. La Commissione adotta in conformità dell'articolo 28 atti delegati sul contenuto e i criteri della comunicazione di cui al paragrafo 1, indicando le informazioni da fornire per illustrare il dovere di diligenza, gli impatti negativi potenziali ed effettivi e le iniziative intraprese al riguardo».

¹⁶⁴ La *Non-Financial Reporting Directive* prevede, unicamente, l'obbligo per i revisori legali e per le imprese di revisione di accertare l'avvenuta presentazione della dichiarazione non finanziaria e lascia agli Stati la libertà di valutare se imporre un ulteriore obbligo di controllo di conformità; la nuova Direttiva CSRD imporrà, invece, a tutti i paesi membri quest'ultimo obbligo, seguendo un approccio di *limited assurance*, con la possibilità di passare in futuro ad una *reasonable assurance*.

che le società obbligate sono tenute a comunicare nella relazione sulla gestione¹⁶⁵ e richiede che la comunicazione sia conforme a determinati

¹⁶⁵ La nuova Direttiva CSRD, all'art. 1, paragrafo 4), punto 2, infatti, sostituisce il contenuto dell'art. 19 *bis* richiedendo alle imprese di includere nelle informazioni contenute nella relazione sulla gestione: «a) una breve descrizione del modello e della strategia aziendali dell'impresa, che indichi i) la resilienza del modello e della strategia aziendali dell'impresa in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità; ii) le opportunità per l'impresa connesse alle questioni di sostenibilità; iii) i piani dell'impresa, inclusi le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5° C in linea con l'accordo di Parigi nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici adottato il 12 dicembre 2015 ("accordo di Parigi") e l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050 come stabilito dal regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio, e, se del caso, l'esposizione dell'impresa ad attività legate al carbone, al petrolio e al gas; iv) il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità; v) la modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità; b) una descrizione degli obiettivi temporalmente definiti connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa, inclusi, ove opportuno, obiettivi assoluti di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno per il 2030 e il 2050, una descrizione dei progressi da essa realizzati nel conseguimento degli stessi e una dichiarazione che attesti se gli obiettivi dell'impresa relativi ai fattori ambientali sono basati su prove scientifiche conclusive; c) una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e delle loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o dell'accesso di tali organi alle suddette competenze e capacità; d) una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità; e) informazioni sull'esistenza di sistemi di incentivi connessi alle questioni di sostenibilità e che sono destinati ai membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo; f) una descrizione: i) delle procedure di dovuta diligenza applicate dall'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità e, ove opportuno, in linea con gli obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza; ii) dei principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività dell'impresa e alla sua catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura, delle azioni intraprese per identificare e monitorare tali impatti, e degli altri impatti

standard di rendicontazione sulla sostenibilità (*sustainability reporting standards*), così da rendere comparabili le informazioni delle rendicontazioni di sostenibilità in tutta l'Unione¹⁶⁶; *iv*) impone che tutte le informazioni siano comunicate in una parte della relazione degli amministratori sulla gestione in formato digitale e leggibile in via automatizzata.

5. *La proposta di Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence (o CSDDD)*

negativi che l'impresa è tenuta a identificare in virtù di altri obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza; *iii*) di eventuali azioni intraprese dall'impresa per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni; *g*) una descrizione dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità, compresa una descrizione delle principali dipendenze dell'impresa da tali questioni, e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa; *h*) indicatori pertinenti per la comunicazione delle informazioni di cui alle lettere da a) a g). Le imprese indicano le procedure attuate per individuare le informazioni che sono state incluse nella relazione sulla gestione conformemente al paragrafo 1 del presente articolo. Le informazioni di cui al primo comma del presente paragrafo includono informazioni relative alle prospettive temporali a breve, medio e lungo termine, se opportuno».

¹⁶⁶ Attualmente, infatti, le società soggette alla *Non-Financial Reporting Directive* e al d.lgs. 254 del 2016 hanno la possibilità di scegliere liberamente quale *standard* adottare tra quelli esistenti e, inoltre, hanno anche la possibilità di utilizzare una metodologia autonoma di rendicontazione. L'assenza di standard comuni conduce a fenomeni di perdita di fiducia del mercato. Pertanto, al fine di ridimensionare questi problemi, la Commissione Europea ha attribuito all'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) il compito di sviluppare gli EU Sustainability Reporting Standards.

Nel comunicato stampa della Commissione¹⁶⁷ del 23 febbraio 2022 si legge che la proposta di Direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (anche detta “*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*”) «mira a promuovere un comportamento sostenibile e responsabile da parte delle imprese lungo tutte le catene del valore mondiali. Le imprese, che svolgono un ruolo fondamentale nella costruzione di economie e società sostenibili, dovranno individuare e, se necessario, evitare, far cessare o attenuare gli effetti negativi delle loro attività sui diritti umani, come il lavoro minorile e lo sfruttamento dei lavoratori, e sull’ambiente, ad esempio l’inquinamento e la perdita di biodiversità. Queste nuove norme offriranno alle imprese certezza giuridica e parità di condizioni e garantiranno maggiore trasparenza a consumatori e investitori. Le nuove norme della UE permetteranno di compiere passi avanti nella transizione verde e tuteleranno i diritti umani in Europa e nel resto del mondo». L’intento della Proposta di Direttiva, quindi, è quello di conferire alle regole da questa previste una portata extra-europea attraverso il richiamo alla “*catena del valore*” e, con ciò, dotare di ulteriore efficacia espansiva i provvedimenti di matrice comunitaria in tema di sostenibilità di cui si è trattato in precedenza¹⁶⁸. La

¹⁶⁷ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Economia giusta e sostenibile: la Commissione stabilisce norme che impongono alle imprese di rispettare i diritti umani e l’ambiente nelle catene del valore mondiale*, Comunicato stampa, Bruxelles, 23 febbraio 2022.

¹⁶⁸ Per una riflessione sulle criticità legate alla proposta di direttiva in discorso, si v. M. VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l’impresa*, in *lavoce.info*, 2 aprile 2021; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un capitalismo sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021; G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2022,

Proposta, in altre parole, vuole sfruttare al meglio il potenziale offerto dal mercato unico per realizzare la transizione verso un'economia sostenibile¹⁶⁹. Da tempo l'Unione Europea ha infatti sottolineato la necessità di affrontare alcune delle criticità che coinvolgono i sistemi di governo societario, quali *i*) la circostanza che i sistemi e le decisioni aziendali di gestione dei rischi non tengono sufficientemente in considerazione gli interessi degli *stakeholders* e i rischi connessi agli stessi (in termini di sostenibilità) per le società; *ii*) la circostanza che le società non contengono adeguatamente gli impatti negativi che causano sui diritti umani e sull'ambiente, né sono dotate di sistemi e di misure di *governance* e di gestione adeguati per attutirli.

La disciplina sul dovere di diligenza si prefigge come scopo, pertanto, quello di rendere le imprese diligenti nel settore dei diritti umani, dell'impatto climatico e della sostenibilità ambientale. L'ambito di applicazione della proposta di Direttiva, ai sensi dell'art. 2, riguarda solo grandi società¹⁷⁰, restringendo la

201 ss.; R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2023, 433 ss.

¹⁶⁹ V. Considerando 14 e 71 della Proposta secondo cui lo scopo della direttiva è primariamente «sfruttare meglio il potenziale del mercato unico per contribuire alla transizione a un'economia sostenibile e allo sviluppo sostenibile attraverso la prevenzione e l'attenuazione degli impatti negativi»; G. RACUGNO, D. SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un Green Deal europeo*, in *Riv. Soc.*, 2022, 727.

¹⁷⁰ Ai sensi dell'art. 2 della Proposta CSDDD: «1. La presente direttiva si applica alle società che sono costituite in conformità della normativa di uno Stato membro e soddisfano una delle condizioni seguenti: *a*) avere avuto, in media, più di

platea dei destinatari dell'originaria previsione contenuta nella raccomandazione del Parlamento europeo¹⁷¹. Non può comunque negarsi

500 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale di oltre 150 milioni di EUR nell'ultimo esercizio per il quale è stato redatto il bilancio d'esercizio; *b*) pur senza raggiungere i limiti minimi di cui alla lettera *a*), avere avuto, in media, più di 250 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale di oltre 40 milioni di EUR nell'ultimo esercizio per il quale è stato redatto il bilancio d'esercizio, purché almeno il 50% di tale fatturato netto sia stato generato in uno o più dei settori seguenti *i*) fabbricazione di tessuti, pellami e relativi prodotti (calzature comprese) e commercio all'ingrosso di tessuti, abbigliamento e calzature; *ii*) agricoltura, silvicoltura, pesca (acquacoltura compresa), fabbricazione di prodotti alimentari e commercio all'ingrosso di materie prime agricole, bestiame, legname, alimenti e bevande; *iii*) estrazione di risorse minerarie indipendentemente dal luogo in cui sono estratte (tra cui petrolio greggio, gas naturale, carbone, lignite, metalli e minerali metalliferi, tutti gli altri minerali non metallici e prodotti di cava), fabbricazione di prodotti in metallo di base, altri prodotti minerali non metallici e prodotti in metallo (macchinari e attrezzature esclusi) e commercio all'ingrosso di risorse minerali, prodotti minerali di base e intermedi (compresi metalli e minerali metalliferi, materiali da costruzione, combustibili, prodotti chimici e altri prodotti intermedi). 2. La presente direttiva si applica alle società che sono costituite in conformità della normativa di un paese terzo e soddisfano una delle condizioni seguenti: *a*) avere generato un fatturato netto di oltre 150 milioni di EUR nell'Unione nell'esercizio precedente l'ultimo esercizio; *b*) avere generato un fatturato netto di oltre 40 milioni di EUR ma non superiore a 150 milioni di EUR nell'Unione nell'esercizio precedente l'ultimo esercizio, purché almeno il 50 % del fatturato netto della società a livello mondiale sia stato generato in uno o più dei settori elencati al paragrafo 1, lettera *b*). 3. Ai fini del paragrafo 1 il numero di dipendenti che lavorano a tempo parziale è calcolato su base equivalente a tempo pieno. Il personale interinale è incluso nel calcolo del numero di dipendenti come se si trattasse di lavoratori assunti direttamente dalla società per lo stesso periodo di tempo. 4. Per quanto riguarda le società di cui al paragrafo 1 lo Stato membro competente a disciplinare le materie contemplate dalla presente direttiva è lo Stato membro in cui la società ha la sede legale».

¹⁷¹ V. art. 2 della *Risoluzione e del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, 10 marzo 2021. Secondo le stime riportate nella Relazione Introduttiva, 17, la proposta del Parlamento

l'ampiezza del perimetro di applicazione della proposta di Direttiva che, responsabilizzando le grandi imprese nel senso sopra descritto, includerà a “cascata” non solo l'attività esercitata in via *diretta* dalle stesse ma, pure, l'attività delle società controllate e delle altre società terze appartenenti alla relativa *value chain*¹⁷².

La proposta di direttiva impone due distinti doveri di diligenza, uno in capo alla stessa società, un secondo in capo agli amministratori.

avrebbe riguardato circa 49.000 società e includeva tuttel le piccole e medie imprese quotate e quelle operanti in settori ad alto rischio, mentre la versione di Proposta adottata dalla Commissione troverebbe applicazione su circa 13.000 società UE e circa 4.000 società non UE. In tali stime non si considerano le micro imprese e le PMI che potrebbero comunque essere destinatarie degli obblighi contenuti nella direttiva in forza delle azioni intraprese dalle grandi società con cui le prime intrattengono relazioni commerciali.

¹⁷² Sono infatti escluse dall'ambito di applicazione soggettivo le PMI le quali, tuttavia, dovranno sostenere parte dei costi e delle responsabilità della nuova disciplina qualora, come spesso avviene, siano partner commerciali di imprese di maggiori dimensioni: a queste ultime, infatti, viene chiesto un controllo sulla propria catena di valore attraverso il dovere di diligenza quadripartito in integrazione (art. 5(1) perché), individuazione (art. 6), prevenzione (art. 7(2)(b)) e arresto (art. 8(3)(c)) degli impatti negativi su ambiente e diritti umani e, quindi, si chiede loro di assicurare che anche i soggetti con cui intrattengono relazioni commerciali consolidate si astengano da violazioni delle disposizioni rilevanti. La richiesta di garanzie si spinge, con un sistema a cascata, non solo ai partner delle società, ma ai partner dei partner le cui attività rientrino nella catena di valore della società. A giudizio di G.D.MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 203, si tratta di un «sistema complesso e macchinoso, che impone alle società di divenire controllori non solo di sé stesse e delle proprie filiazioni, ma anche dei soggetti (normalmente altre società) con i quali interagisce nell'ambito della propria catena di valore, con compiti di controllo che, per mezzo di questi soggetti, si estendono perfino alle imprese che collaborano con questi ultimi *con un'esposizione a responsabilità civile per i danni causati dai vari partner di fatto non marginale* (enfasi di chi scrive), nonostante il principio contenuto nell'art. 22, co. 2 della Proposta».

1) *Diligenza della società*: per quanto attiene al primo, la Proposta impone alle società di adempiere il dovere in discorso rispettando quattro ordini di «requisiti specifici»: *i*) integrare il dovere di diligenza in tutte le politiche aziendali e predisporre una politica del dovere di diligenza che comprenda *a*) una descrizione dell'approccio della società al dovere di diligenza; *b*) di un codice di condotta; *c*) delle procedure predisposte per l'adempimento al dovere di diligenza¹⁷³; *ii*) adottare misure adeguate per individuare gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi, siano essi effettivi o potenziali, causati dalle proprie attività o da quelle delle sue filiazioni e, se l'impatto è collegato alla catena del valore cui partecipa, dai suoi rapporti d'affari consolidati¹⁷⁴; *iii*) adottare misure adeguate per prevenire i potenziali impatti negativi sui diritti umani e impatti ambientali negativi per come individuati o, qualora la prevenzione non sia possibile o non lo sia immediatamente, per attutirli sufficientemente¹⁷⁵; *iv*) adottare misure adeguate per arrestare gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi effettivi che sono stati o avrebbero dovuto essere individuati ma, se l'arresto dell'impatto negativo risulti impossibile, le società dovrebbero minimizzarne la

¹⁷³ V. art. 5 della Proposta CSDDD. Questo articolo è da porre in relazione con il successivo art. 15, come si vedrà meglio *infra* in questo sotto-paragrafo.

¹⁷⁴ V. art. 6 della Proposta CSDDD.

¹⁷⁵ V. art. 7 della Proposta CSDDD: si richiede che le società adottino una efficace azione di risposta che potrebbe configurarsi come *i*) un piano operativo di prevenzione; *ii*) la richiesta a ciascun partner commerciale di rilasciare garanzie contrattuali sul rispetto del codice di condotta della società (le garanzie contrattuali o il contratto sono accompagnati da misure adeguate di verifica della conformità); *iii*) un piano di investimenti che copra i processi di gestione e produzione necessari a prevenire i potenziali impatti negativi sui diritti umani e impatti ambientali negativi; *iv*) offrire sostegno mirato e proporzionato alla PMI con la quale ha un rapporto d'affari consolidato qualora il rispetto del codice di condotta o del piano operativo di prevenzione ne metta a repentaglio la sostenibilità economica, etc.

entità¹⁷⁶. La proposta di Direttiva prevede, inoltre, l'obbligo di adottare un piano atto a garantire che il modello di *business* e la strategia aziendale perseguiti siano compatibili con la transizione a un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5° C in conformità dell'accordo di Parigi¹⁷⁷. Il piano indica in particolare, sulla base delle informazioni di cui la società può ragionevolmente disporre, la misura in cui i cambiamenti climatici rappresentano un rischio per le attività delle società ovvero un loro possibile impatto e, se i cambiamenti climatici rappresentano un rischio primario per le attività delle società o hanno un impatto primario sulle attività delle società, allora il piano include anche gli obiettivi di riduzione delle emissioni della medesima società. Il dovere di diligenza della società viene poi disciplinato anche nella fase, successiva,

¹⁷⁶ V. art. 8 della Proposta CSDDD il quale, al fine di minimizzare l'entità dell'impatto negativo in discorso obbliga la società a risarcire le persone o le comunità danneggiate in misura proporzionata rispetto alla significatività e dimensione dell'impatto negativo e al contributo causale generato dall'attività della società.

¹⁷⁷ V. art. 15 della Proposta CSDDD. Attenta dottrina (E. BARCELLONA) rileva come l'imposizione dell'obbligo di inclusione di una politica di "sostenibilità" nella strategia aziendale non potrà affatto importare l'obbligo, per le imprese private, di adottare *standards* di "sostenibilità" più stringenti di quelli previsti dalla legge imperativa, pena lo stravolgimento radicale della ripartizione di compiti tra il legislatore, chiamato a fissare i limiti imperativi, e il settore privato cui si richiede di rispettare proprio quei limiti. Pertanto le società non saranno mai tenute ad adottare criteri di condotta che eccedano il livello minimo richiesto di volta in volta dalla legge.

dell'instaurazione di una procedura di reclamo¹⁷⁸; dell'attività di monitoraggio¹⁷⁹ e della comunicazione¹⁸⁰.

Come opportunamente rilevato da primaria dottrina¹⁸¹, l'utilizzo della formula *due diligence* (“dovuta diligenza”) è effettuato in una modalità inedita: nel contesto della Proposta in discorso, infatti, la dovuta diligenza non è modalità di adempimento di un obbligo, non essendo infatti le condotte richieste alle società di porre in essere procedure diligenti relative

¹⁷⁸ Art. 9 della Proposta CSDDD. Gli *stakeholders* hanno, in ossequio all'articolo citato, il potere di presentare reclamo alla stessa società qualora reputino che le attività sue, delle sue controllate o della catena di valore a cui la società partecipa possano produrre impatti negativi, effettivi o potenziali, sui diritti umani e sull'ambiente. Sussiste anche un potere di segnalare (v. art. 19) di violazione della normativa attuativa a un'autorità di controllo per *chiunque* (non solo a determinati *stakeholders*, come invece avviene *ex art.* 9).

¹⁷⁹ Ai sensi dell'art. 10: «Gli Stati membri provvedono a che ciascuna società effettui periodicamente una valutazione delle attività e misure proprie, di quelle delle sue filiazioni e, se collegate alle catene del valore cui partecipa, di quelle dei suoi rapporti d'affari consolidati per monitorare l'efficacia degli interventi di individuazione, prevenzione, attenuazione, arresto e minimizzazione nell'entità riguardo agli impatti negativi sui diritti umani e agli impatti ambientali negativi. La valutazione si basa, ove opportuno, su indicatori qualitativi e quantitativi ed è effettuata almeno ogni 12 mesi e ogniqualvolta vi siano fondati motivi di ritenere che possano presentarsi nuovi rischi rilevanti di manifestazione di tali effetti negativi. La politica del dovere di diligenza è aggiornata in base all'esito di tali valutazioni».

¹⁸⁰ V. art. 11, secondo cui: «Gli Stati membri provvedono a che ciascuna società non vincolata agli obblighi di comunicazione di cui agli articoli 19 bis e 29 bis della direttiva 2013/34/UE riferisca sulle materie disciplinate dalla presente direttiva pubblicando annualmente sul proprio sito web una dichiarazione in una lingua di uso comune a livello internazionale nel mondo degli affari. La dichiarazione è pubblicata entro il 30 aprile di ogni anno e riguarda l'anno civile precedente. La Commissione adotta in conformità dell'articolo 28 atti delegati sul contenuto e i criteri della comunicazione di cui al paragrafo 1, indicando le informazioni da fornire per illustrare il dovere di diligenza, gli impatti negativi potenziali ed effettivi e le iniziative intraprese al riguardo».

¹⁸¹ M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 2022, 719.

a obblighi autonomi (come accade, invece, nell'art. 1176 c.c., dove la diligenza è la cura richiesta al debitore nell'adempimento alle obbligazioni) ma oggetto stesso del dovere¹⁸². Tale circostanza paleserebbe, oltre a una embrionale sfiducia nella capacità del mercato, da solo, di realizzare l'anzidetta transizione *green* - in contraddizione rispetto alla impostazione di fondo iniziale (v. *supra* §I, 1) - anche il tentativo di collocare tale dovere di diligenza in una «zona di confine» tra i comportamenti virtuosi *suggeriti e non imposti* e la vera e propria *hard law*. Secondo alcuni¹⁸³, addirittura, qualora la Proposta dovesse essere accolta nella sua attuale versione, si realizzerebbe un vero e proprio «ampliamento della definizione di scopo dell'impresa» che non sarebbe più limitato, in ossequio all'art. 2247 c.c., al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci.

2) *Diligenza degli amministratori*: il *duty of care* degli amministratori ha una duplice accezione: *i*) gli amministratori rispondono della predisposizione delle azioni di diligenza della società, della relativa vigilanza e della politica del dovere di diligenza e su cui devono, comunque, riferire al c.d.a.¹⁸⁴; gli amministratori devono inoltre attuare iniziative di adeguamento della strategia aziendale per

¹⁸² Un dovere, invero, il cui rispetto viene garantito da strumenti di vigilanza e dalla previsione di sanzioni similmente a quanto accade nel comparto bancario. Un'ennesima autorità indipendente o para indipendente (in Italia, se ne contano già 19) o un'ennesima attribuzione di competenze improprie a una di quelle già esistenti con significativi poteri istruttori e sanzionatori sembra foriera «soprattutto di confusione e di intralci all'economia, più che di effetti concreti di sostenibilità» (così. G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 205).

¹⁸³ G. RACUGNO, D. SCANO, *op. cit.*, 728.

¹⁸⁴ Art. 26, comma 1, della Proposta CSDDD.

tenere conto degli impatti negativi effettivi e potenziali dell'attività della società da questa individuati e delle misure da questa adottate per far fronte agli impatti negativi e per consentire il reclamo¹⁸⁵; *iii*) gli amministratori, nell'adempire al loro dovere di agire nell'interesse superiore della società, tengono conto delle conseguenze in termini di sostenibilità a breve, medio e lungo termine delle decisioni che assumono incluse, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente¹⁸⁶.

Oltre alla (ovvia) previsione di una serie di misure sanzionatorie per il caso in cui le società non adempiano agli obblighi previsti all'interno della Direttiva¹⁸⁷ e del funzionale potere di vigilanza sul rispetto di tale dovere di diligenza tale per cui le autorità di controllo dispongono di poteri di sorveglianza assai pregnanti sulle imprese destinatarie della direttiva¹⁸⁸ -

¹⁸⁵ Art. 26, comma 1, della Proposta CSDDD.

¹⁸⁶ Art. 25, comma 1, della Proposta CSDDD.

¹⁸⁷ L'art. 1 della Proposta prevede, infatti, che le imprese possano essere ritenute responsabili per la violazione degli obblighi previsti dalla direttiva e il successivo art. 20 sancisce quanto segue: «1. Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva e adottano tutte le misure necessarie per assicurarne l'applicazione. Le sanzioni previste devono essere effettive, proporzionate e dissuasive. 2. Nel decidere se imporre sanzioni e, in caso affermativo, nel determinarne natura e livello appropriato, è tenuto debitamente conto, secondo il caso, delle iniziative avviate dalla società per conformarsi ai provvedimenti correttivi richiesti dall'autorità di controllo, degli investimenti effettuati e del sostegno mirato fornito a norma degli articoli 7 e 8, e della collaborazione attuata con altri soggetti per parare gli impatti negativi nelle pertinenti catene del valore. 3. Le eventuali sanzioni pecuniarie inflitte si basano sul fatturato della società. 4. Gli Stati membri provvedono a che sia pubblicata qualsiasi decisione con cui l'autorità di controllo infligge sanzioni per violazione delle disposizioni della presente direttiva».

¹⁸⁸ Ai sensi dell'art. 18: «1. Gli Stati membri provvedono a che le autorità di controllo dispongano di poteri e risorse adeguati per poter svolgere i compiti loro assegnati dalla presente

tipologia di vigilanza che ricorda, in certa misura, quella relativa al comparto bancario¹⁸⁹ - l'*enforcement* della Proposta si fonda,

direttiva, compreso il potere di richiedere informazioni e di svolgere indagini in collegamento con il rispetto degli obblighi stabiliti dalla presente direttiva. 2. L'autorità di controllo può avviare un'indagine d'ufficio o a seguito di una segnalazione circostanziata trasmessa a norma dell'articolo 19, se ritiene di disporre di informazioni sufficienti a indicare una possibile violazione, da parte di una data società, degli obblighi previsti dalle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva. 3. Le ispezioni sono effettuate nel rispetto del diritto nazionale dello Stato membro in cui si svolge l'ispezione e previo avviso alla società, salvo nei casi in cui la comunicazione preventiva ostacoli l'efficacia dell'ispezione. L'autorità di controllo che, nell'ambito di un'indagine, intende effettuare un'ispezione nel territorio di uno Stato membro diverso dal proprio chiede l'assistenza della sua omologa di tale Stato membro a norma dell'articolo 21, paragrafo 2. 4. L'autorità di controllo che, in esito alle iniziative adottate a norma dei paragrafi 1 e 2, rileva un'inosservanza delle disposizioni nazionali adottate a norma della presente direttiva concede alla società in questione un congruo periodo di tempo per adottare provvedimenti correttivi, se possibili. L'adozione di provvedimenti correttivi non preclude l'imposizione di sanzioni amministrative o l'attivazione della responsabilità civile in caso di danni, a norma, rispettivamente, degli articoli 20 e 22. 5. Nello svolgimento dei compiti assegnatili l'autorità di controllo dispone almeno dei poteri seguenti: *a)* ordinare la cessazione della violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva, l'astensione da qualsiasi reiterazione della condotta in questione e, se del caso, l'adozione di provvedimenti correttivi proporzionati alla violazione e necessari per porvi fine; *b)* imporre sanzioni pecuniarie in conformità dell'articolo 20; *c)* adottare misure provvisorie per scongiurare il rischio di danni gravi e irreparabili. 6. Se l'ordinamento giuridico dello Stato membro non prevede sanzioni amministrative, il presente articolo e l'articolo 20 possono essere applicati in maniera tale che l'azione sanzionatoria sia avviata dall'autorità di controllo competente e la sanzione sia irrogata dalle competenti autorità giurisdizionali nazionali, garantendo nel contempo che i mezzi di ricorso siano effettivi e abbiano effetto equivalente alle sanzioni amministrative irrogate dalle autorità di controllo. 7. Gli Stati membri provvedono a che ogni persona fisica o giuridica abbia il diritto di proporre un ricorso giurisdizionale effettivo avverso una decisione giuridicamente vincolante dell'autorità di controllo che la riguarda».

¹⁸⁹ Per un approfondimento sui poteri di vigilanza bancaria v., *ex multis*, M. DE POLI, *Fundamentals of european banking law*, 2^a ed., Wolters Kluwer Italia, Milano,

essenzialmente, su due norme che stabiliscono la responsabilità delle società e dei loro amministratori per violazione degli obblighi in essa contenuti. Si distingue, quindi, tra:

i) Responsabilità della società: l'art. 22 prevede la responsabilità civile risarcitoria delle società qualora questa non abbia ottemperato agli obblighi imposti dalla direttiva e, *a seguito di tale inadempienza*, si sia verificato un impatto negativo che avrebbe dovuto essere individuato, prevenuto, attutito, arrestato o minimizzato nell'entità¹⁹⁰. La responsabilità, in linea di

2020; K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge University Press, 2019.

¹⁹⁰ Ai sensi dell'art. 22 della Proposta, «1. Gli Stati membri provvedono a che ciascuna società sia responsabile dei danni se: *a)* non ha ottemperato agli obblighi imposti dagli articoli 7 e 8 e *b)* a seguito di tale inadempienza si è verificato un impatto negativo che avrebbe dovuto essere individuato, prevenuto, attutito, arrestato o minimizzato nell'entità mediante le misure adeguate previste agli articoli 7 e 8, e che ha causato danni. 2. Nonostante il paragrafo 1, gli Stati membri provvedono a che la società che è intervenuta in conformità dell'articolo 7, paragrafo 2, lettera b), e dell'articolo 7, paragrafo 4, o dell'articolo 8, paragrafo 3, lettera c), e dell'articolo 8, paragrafo 5, non sia responsabile dei danni causati da un impatto negativo prodotto dalle attività di un partner indiretto con il quale intrattiene un rapporto d'affari consolidato, a meno che, nello specifico caso, fosse irragionevole attendersi che il concreto intervento, anche per quanto riguarda la verifica della conformità, fosse atto a prevenire, attutire o arrestare l'impatto negativo o minimizzarne l'entità. Nella valutazione dell'esistenza e della portata della responsabilità di cui al presente paragrafo è tenuto debitamente conto delle iniziative, per quanto siano connesse direttamente al danno in questione, avviate dalla società per conformarsi ai provvedimenti correttivi richiesti dall'autorità di controllo, degli investimenti effettuati e del sostegno mirato fornito a norma degli articoli 7 e 8, e della collaborazione attuata con altri soggetti per parare gli impatti negativi nelle pertinenti catene del valore. 3. La responsabilità civile della società che discende dalla presente disposizione lascia impregiudicata la responsabilità civile delle sue filiazioni o dei suoi partner commerciali diretti e indiretti nella catena del valore. 4. Le norme in materia di responsabilità civile di cui alla presente direttiva lasciano impregiudicate le norme unionali o nazionali in materia di responsabilità civile relative agli impatti negativi sui diritti umani o agli impatti ambientali negativi che prevedono la responsabilità in situazioni non contemplate

principio, non si estende anche ai casi di violazioni commesse dai *partner* che intrattengono rapporti d'affari consolidati¹⁹¹ con la società, tuttavia sussiste se quest'ultima non ha chiesto le garanzie contrattuali e previsto misure di verifica. La società è ritenuta responsabile¹⁹², inoltre, anche per i danni causati da un impatto negativo prodotto dalle attività di un *partner* indiretto con il quale intrattiene un rapporto d'affari consolidato qualora il concreto intervento predisposto dalla prima non sia stato idoneo a prevenire, attutire o arrestare l'impatto negativo o minimizzarne l'entità¹⁹³; si prevede, inoltre, che la responsabilità civile della società «lascia impregiudicata la responsabilità civile delle sue

dalla presente direttiva o che prevedono una responsabilità più rigorosa rispetto alla presente direttiva. 5. Gli Stati membri provvedono a che la responsabilità prevista dalle disposizioni di diritto nazionale che recepiscono il presente articolo sia di applicazione necessaria nei casi in cui il diritto applicabile in tal senso non sia il diritto di uno Stato membro».

¹⁹¹ Ai sensi dell'art. 3, lett. *f*, un rapporto si intende consolidato quando «per intensità o periodo interessato, è duraturo o si prevede che lo sarà e [...] rappresenta una parte non trascurabile né meramente accessoria della catena del valore».

¹⁹² Si ricorda, inoltre, che la disciplina delineata nella Proposta espone la società e gli amministratori al rischio di azioni da parte dei soci, degli *stakeholders* (facendo leva sul potere di reclamo) nonché di tutte le persone fisiche e giuridiche dotate di poteri di segnalazione che abbiano subito danni.

¹⁹³ Ad ogni modo, il considerando 15 precisa che «Nei rapporti d'affari in cui l'impatto negativo deriva dall'intervento dello Stato, ad esempio, la società potrebbe non essere in grado di conseguire tale risultato. Pertanto gli obblighi principali della presente direttiva dovrebbero essere "obblighi di mezzi". La società dovrebbe adottare le misure adeguate dalle quali è ragionevolmente lecito attendersi, nelle circostanze del caso specifico, il risultato di prevenire o minimizzare l'impatto negativo».

filiazioni o dei suoi partner commerciali diretti e indiretti nella catena del valore»¹⁹⁴;

ii) *Responsabilità degli amministratori*: l'art. 25 delinea il c.d. *duty of care* degli amministratori delle società¹⁹⁵ e richiede che gli Stati membri assicurino che alle violazioni del dovere di diligenza ivi previsto si applichino le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di violazione degli obblighi degli amministratori. L'articolo in commento, nelle intenzioni del legislatore comunitario, attribuisce agli amministratori la responsabilità del dovere di diligenza posto a carico della società¹⁹⁶. Secondo parte della dottrina¹⁹⁷, tuttavia, l'art. 25 realizzerebbe,

¹⁹⁴ Attenta dottrina rileva come dal campo applicativo siano stati esclusi i rapporti non duraturi ma di ingente valore economico, oppure quelli meramente accessori ancorché stabili (M. MURGO, *La proposta di direttiva sulla corporate sustainability due diligence tra ambizioni e rinunce*, in *Diritto delle Relazioni Industriali*, 2022, 948).

¹⁹⁵ Ai sensi dell'art. 25: «1. Gli Stati membri provvedono a che gli amministratori delle società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, tengano conto, nell'adempiere al loro dovere di agire nell'interesse superiore della società, delle conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, delle decisioni che assumono, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente. 2. Gli Stati membri provvedono a che le rispettive disposizioni legislative, regolamentari e amministrative vertenti sulla violazione degli obblighi degli amministratori si applichino anche alle disposizioni del presente articolo».

¹⁹⁶ Considerando 64, ai sensi del quale: «È opportuno attribuire la responsabilità del dovere di diligenza agli amministratori della società, in linea con i quadri internazionali in materia di diligenza. Gli amministratori dovrebbero pertanto essere responsabili della predisposizione delle azioni di diligenza di cui alla presente direttiva, della relativa vigilanza e dell'adozione della politica di diligenza della società, tenuto debitamente conto dei contributi dei portatori di interessi e delle organizzazioni della società civile e integrando il dovere di diligenza nei sistemi di gestione aziendale. Gli amministratori dovrebbero inoltre adattare la strategia aziendale per tenere conto degli impatti effettivi e potenziali individuati e delle eventuali misure di diligenza adottate».

¹⁹⁷ G. RACUGNO, D. SCANO, *op. cit.*, 734; G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 203 ss.

una «riforma radicale» del diritto delle imprese attraverso l'introduzione di un vero e proprio obbligo per gli amministratori di gestire la società tenendo in considerazione le conseguenze delle loro decisioni per quanto riguarda la sostenibilità, inclusi gli impatti negativi su diritti umani, cambiamento climatico e ambiente, nel breve, medio e lungo termine in ossequio, quindi, ad una prospettiva di vero e proprio *stakeholderism* di natura “forte”, cui consegue la *doverosità* di un bilanciamento fra perseguimento del «profitto» e perseguimento degli «interessi degli *stakeholders*».

Secondo altra dottrina¹⁹⁸, imponendo agli amministratori di considerare il rischio d'impatto sui diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente ed essendo, questi, beni giuridici connotati da estrema genericità, si finirebbe per accordare agli amministratori una discrezionalità pressoché illimitata la cui conseguenza sarebbe, paradossalmente, di rendere questi soggetti responsabili «per nulla e nei confronti di nessuno»¹⁹⁹, potendo

¹⁹⁸ M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability*, op. cit., 722. V. anche F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?* In *Giur. Comm.*, 2023, 781, secondo cui: «l'approccio *multi-stakeholder* al governo dell'impresa lascerebbe l'amministratore senza un parametro preciso su cui valutare le sue *performance*, con la possibilità concreta che ne approfitti per seguire i suoi fini personali, celando dietro gli interessi dello *stakeholder* di turno il suo comportamento “opportunistico” o comunque per essere arbitro assoluto nella selezione degli interessi da perseguire a mezzo dell'attività di impresa, senza considerare l'ipotesi peggiore del perseguimento di strategie di *greenwashing*».

¹⁹⁹ Alle stesse conclusioni, ma con riferimento ai provvedimenti attualmente in vigore, M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 5-6, 2019, 1011, dove si dice: «L'adesione alla *stakeholder theory* non può essere accolta allora perché, omettendo di fornire un criterio univoco per ordinare e

sempre bilanciare i vari interessi in gioco secondo le loro arbitrarie propensioni. Altra dottrina, muovendo dal rilievo che agli amministratori non potrebbe essere imposto di valutare altri impatti dannosi per i diritti umani, cambiamenti climatici etc. che non siano *già sanzionati* da norme imperative²⁰⁰, conclude per l'irrelevanza giuridica della norma in questione dovendo già questi soggetti preventivamente assicurarsi che le loro decisioni siano conformi alla legge.

Per quanto attiene alla responsabilità della società, la dottrina appena richiamata²⁰¹ richiama le stesse considerazioni svolte sopra per cui, a dispetto dei proclami che accompagnano la proposta, anche qualora la norma che impone alle società di compiere una *due diligence*

comporre gerarchicamente nel singolo caso le preferenze dei diversi soggetti interessati alle decisioni di impresa, dà luogo a incertezza giuridica (con aumento dei costi transattivi) e alla possibilità di giustificare qualunque scelta richiamandosi al vantaggio ora per l'uno, ora per l'altro gruppo di *stakeholders*: con il conseguente pericolo che gli amministratori perseguano arbitrariamente obiettivi redistributivi (e cioè aventi come effetto un trasferimento di ricchezza da un gruppo di *stakeholders* all'altro, a parità di valore complessivo dell'impresa), se non vere e proprie condotte opportunistiche (con aumento dei costi di agenzia)». V. anche G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 205, secondo cui: «Quanto alla responsabilità degli amministratori, se la legittimazione spettasse ai soli soci nell'interesse della società questi non avrebbero sufficienti incentivi per promuovere l'azione a tutela degli *stakeholders*, mentre l'avrebbero per contestare un'eccessiva attenzione agli interessi di questi ultimi che abbia comportato una contrazione degli utili o del valore delle azioni. Se spettasse anche agli *stakeholders* o addirittura alla generalità delle persone fisiche e giuridiche potrebbero esservi conflitti tra gli interessi delle varie categorie di *stakeholders* e tra queste e i soci, con società e amministratori esposti a un *surplus* inaccettabile di responsabilità».

²⁰⁰ E. BARCELLONA, *Shareholderism Versus Stakeholderism, La Società per Azioni Contemporanea Dinanzi al "Profitto"*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 2022, 124 ss.

²⁰¹ E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*

sui rischi di impatto negativo ai beni giuridici tutelati in discorso e quella che impone alle società l'obbligo di includere una politica di sostenibilità nella propria strategia aziendale divenissero cogenti, le società continuerebbero ad essere tenute a rispettare unicamente le *norme imperative* di volta in volta applicabili (a tutela dei diritti umani, ambiente etc.).

A ben vedere, infatti, sussisterebbe una scelta bloccata, per cui il rischio che l'attività della società o di un suo *partner* commerciale provochi un impatto negativo attuale o potenziale su diritti umani, ambiente e buona governance di paesi e territori e regioni - la cui individuazione, eliminazione o mitigazione attraverso adeguate strategie aziendali integra l'obbligo di dovuta diligenza in discorso²⁰² - sarebbe, alternativamente,

i) oggetto di una norma imperativa pre-esistente e quindi già applicabile, tale per cui tale attività di *due diligence* finirebbe per imporre un dovere di prevenzione di una serie di atti *già illeciti*, a seconda del caso, sul piano civile, amministrativo o penale e, quindi, non modificherebbe sotto alcun profilo il regime di *governance* delle società, ovvero;

ii) oggetto di un dovere ulteriore rispetto alla disciplina imperativa già applicabile²⁰³, tale per cui la società non potrebbe limitarsi a

²⁰² E che coinvolge anche una vasta platea di *stakeholders*, v., *ex multis*, art. 3, lett. n; art. 6, par. 4; art. 7, par. 2, lett. a; art. 8, par 3, lett. b.

²⁰³ Prospettiva auspicata da S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1, 2021, 125, secondo cui: «La previsione di un vero e proprio obbligo, per gli amministratori di società, di considerare gli interessi degli stakeholder non finanziari andrebbe precisato e declinato in regole ulteriori che affrontino e risolvano il problema dei termini e dei limiti in cui tale integrazione debba essere effettuata, pena il rischio di sottrarre le

rispettare quest'ultima ma sarebbe costretta a «fare qualcosa di più» del mero rispetto delle norme imperative e, quindi, sacrificare un *quantum* del profitto per proteggere i diritti umani, l'ambiente e gli altri beni giuridici protetti dalla proposta di Direttiva.

Pare chiaro che aderendo a questa seconda opzione si innescherebbero potenziali (e macroscopici) cortocircuiti in tema, principalmente, di *prevedibilità* (e quindi di legalità) dell'agire delle imprese: non si comprende, infatti, come potrebbe essere coerente al principio richiamato sanzionare per violazione del dovere di diligenza una impresa che, pur immettendo sostanze

decisioni degli amministratori ad una valutazione condotta secondo criteri dotati di razionalità». Ci si chiede, allora, quale dovrebbe essere il motivo determinante della scelta dei consociati a utilizzare il modello societario laddove, nell'ottica di uno «*stakeholderism forte*» dai più auspicato, lo scopo dell'istituto non fosse più esclusivamente quello di generare dividendi per i soci ma, appunto e obbligatoriamente, quello di perseguire *anche* gli interessi degli *stakeholder* sacrificando parte dell'utile (e in tale ipotesi, quale dovrebbe essere l'entità di tale sacrificio?) al soddisfacimento di finalità generali, obiettivo peraltro che già dovrebbe essere perseguito con l'obbligo contributivo (si raccoglie, qui, la provocazione di F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?* In *Giur. Comm.*, 2023, 781, secondo cui: «ci si dovrebbe chiedere perché la responsabilità sociale d'impresa, se esiste, non potrebbe allora spingere l'amministratore a pagare, senza temere la reazione degli azionisti, una aliquota fiscale volontaria del sessanta o settanta per cento dell'imponibile, visto che il gettito ha una funzione redistributiva *ante litteram*»). In sostanza, facendo proprie le considerazioni di G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 1 ss., non sembra il diritto societario: «l'area determinante nella quale intervenire autoritativamente per salvaguardare l'ambiente, contrastare le crescenti disegualianze e farsi carico delle esigenze sociali. Servono infatti soprattutto soluzioni sistemiche rivolte agli Stati che l'Unione dovrebbe assumersi la responsabilità di proporre e rendere vincolanti, anzi tutto nel campo ambientale rivedendo i tempi e integrando le proposte del *Green Deal*».

inquinanti all'interno del territorio dell'UE, ad es., lo faccia nel rispetto delle norme di legge applicabili²⁰⁴.

Anche muovendo dal diverso esempio di una impresa europea che immetta in un paese africano sostanze inquinanti attraverso una sua controllata - o attraverso un proprio *partner* contrattuale consolidato - pur nel rispetto delle norme localmente applicabili (ma che al contempo, qualora l'operazione fosse posta in un paese membro, non sarebbe consentita in base alle norme in esso vigenti), lo stesso indirizzo dottrinale²⁰⁵ rileva che aderendo al secondo orientamento descritto sopra, si riterrebbero applicabili extra-territorialmente norme imperative europee sulla base di un generico obbligo di *due diligence* e in assenza di una esplicita introduzione di una norma che stabilisca, imperativamente, l'obbligo per tutte le società di rispettare le norme europee in materia di tutela dell'ambiente indipendentemente dal paese in cui esse operano.

L'Autore citato conclude, come si diceva, per la prima delle soluzioni riportate, con ciò risolvendosi l'effetto ipotizzabile delle previsioni della proposta di Direttiva nel determinare *i*) una sorta di «*perforamento del velo societario*» nel caso di un illecito della società controllata che sarebbe stato evitabile in caso di adeguata *due diligence* da parte della

²⁰⁴ Sottolinea G. FAUCEGLIA, *Sostenibilità ambientale e crisi d'impresa*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 4, 2023, 526 ss. che «un ordinamento non può, allo stesso tempo, fissare una certa norma imperativa che fissa un limite di tutela di un determinato “bene comune protetto” e, allo stesso tempo, pretendere che un soggetto privato, ovvero un'impresa, debba assumere una condotta rispettosa di un limite di tutela più elevato rispetto a quello normativamente previsto».

²⁰⁵ E. BARCELLONA, *op. cit.*, 134 ss

controllante, ovvero *ii*) per «un'estensione della responsabilità anche per il fatto di un soggetto formalmente extra-gruppo».

In entrambi i casi, tuttavia, ciò sarebbe possibile solo in presenza di una violazione del diritto comune imputabile alla società controllata o alla controparte contrattuale consolidata all'interno della catena del valore.

6. *Le tendenze evolutive nel comparto bancario*

I fattori ESG possono *i*) impattare sulla redditività di controparte²⁰⁶ e, attraverso determinati canali²⁰⁷, trasmettersi all'istituto creditizio nella forma dei tradizionali rischi finanziari (rischio di credito; di

²⁰⁶ BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 9, Tavola 1, dove si fa un esempio con riferimento al rischio di credito: «iniziative legislative e regolamentari (i.e. “rischio di transizione”, uno dei due *risk driver* del fattore *Environmental*) volte ad accelerare la transizione “green” potrebbero generare – soprattutto se introdotte in modo disordinato e inatteso – maggiori costi e/o minori ricavi per quelle imprese con maggiore impronta carbonica c.d. *brown* (ad es. settore della trasformazione e trasporto delle energie fossili, *automotive*, ecc.), con conseguente peggioramento del merito creditizio di controparte. Questo rischio si intensifica per quelle imprese il cui modello di *business* non risulta proiettato verso un'economia circolare»; v. anche NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *The macroeconomic and financial stability impacts of climate change: research priorities*, 2020; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, 2021; AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Discussion paper on the role of environmental risks in the prudential framework*, 2022.

²⁰⁷ V. Figura 4 in AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, cit., 34, che individua i canali di trasmissione attraverso cui i *risk drivers* (come ad esempio il rischio di transizione) si traducono in *financial risks*: *i) lower profitability; ii) lower real estate value; iii) lower household wealth; iv) lower asset performance; v) increased cost of compliance; vi) increased legal costs*.

mercato; operativo; di liquidità e reputazionale)²⁰⁸; ii) possono avere, qualora il loro impatto sia sistemico, conseguenze negative anche sul sistema economico e finanziario considerato nel suo insieme²⁰⁹.

²⁰⁸ T. LIOZZO, F. SCHIMPERNA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 744, Dicembre 2022, 7: «The financial sector is exposed to new risks (and opportunities), as ESG factors could impact institutions' financial performance and solvency by affecting them directly or indirectly towards their counterparties. For this reason, in all major jurisdictions financial institutions are required to establish appropriate controls and develop adequate practices in order to identify, measure, monitor and manage these risks, while preserving the necessary access to credit».

²⁰⁹ V. il punto 45 in AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, cit., 33. Nel febbraio 2020, inoltre, il Comitato di Basilea ha istituito una propria *Task force on climate-related financial risks* (TCFR), con l'obiettivo di comprendere come il rischio climatico si trasmette nel settore finanziario e, così, approntare metodologie e procedure in grado di misurare e valutare tali rischi, integrando il *framework* di Basilea III con riferimento alle pratiche di vigilanza e ricomprendere i fattori di rischio climatico e ambientale nelle tradizionali categorie di rischio finanziario. La premessa è costituita dalla considerazione che le banche sono esposte ai cambiamenti climatici sotto due profili: i) in primo luogo, potrebbero dover sopportare delle perdite in conseguenza di un incremento della severità e della frequenza di eventi climatici fisici (c.d. "rischio fisico"); ii) in secondo luogo, dal momento che le varie economie cercano di ridurre le emissioni di diossido di carbonio – che costituiscono la maggior parte delle emissioni di gas serra -, gli sforzi profusi in tal senso costituiscono un fattore di rischio nuovo, il c.d. "rischio di transizione", che deriva dalle mutate preferenze degli investitori e dei consumatori, dai provvedimenti statali diretti a realizzare gli obiettivi di cui agli Accordi di Parigi, dallo sviluppo tecnologico, che potrebbero trasmettersi, quindi, al comparto bancario. Il Comitato di Basilea, nell'aprile del 2021, ha pubblicato, poi, due rapporti sul tema, dal titolo "*Climate-related risk drivers and their transmission channels*" e "*Climate-related financial risk – measurement methodologies*" (A. BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), 229).

È intenzione del legislatore comunitario affrontare tale problematica in un'ottica micro e macro prudenziale all'interno della struttura, in tre pilastri, delineata nel CRD IV *package*²¹⁰ (che è la risultante delle indicazioni predisposte dal Comitato di Basilea²¹¹), come risulta dalla

²¹⁰ Il “CRD IV *Package*” si compone della: *i) Capital Requirements Directive IV* (CRD IV), Direttiva (UE) 2013/36; e *ii) Capital Requirements Regulation*, il Regolamento (UE) n. 575/2013. Questi due provvedimenti sono stati emendati dal “*Banking Package*” del 2019, che si compone della *i) Capital Requirements Directive V* (CRD V), la Direttiva (UE) 2019/878; e *ii) Capital Requirements Regulation II* (CRR II), il Regolamento (UE) 2019/876.

²¹¹ Nella costruzione del *framework* unionale sulla vigilanza bancaria (approntato con il richiamato CRDIV *package*) ha giocato un ruolo fondamentale il Comitato di Basilea, un organo internazionale di consultazione costituito nel 1974 dai governatori delle banche centrali dei paesi economicamente più sviluppati, la cui attività consiste nella formulazione di proposte ed accordi da recepire, in seguito, nelle singole giurisdizioni dei vari paesi (G. GIOVANDO, *Vigilanza bancaria dagli aspetti tradizionali ai nuovi orientamenti ESG*, Giappichelli, Torino, 2022, 33). Gli accordi principali furono tre: *i) Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali* (1988); *ii) Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali* (2004); *iii) Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari* (2010). L'obiettivo di fondo perseguito dal Comitato è quello di rafforzare la stabilità del sistema finanziario internazionale, inducendo gli istituti di credito a non assumere rischi eccessivi che possano comprometterne la solvibilità e, in secondo luogo, ridurre le distorsioni derivanti da assetti normativi scarsamente armonizzati tra loro, instaurando un rapporto di collaborazione tra le varie autorità nazionali di vigilanza bancaria. Sul punto v. M. DE POLI, *Fundamentals of european banking law*, 2^a ed., Wolters Kluwer, Milano, 2020, 109 ss; M. BODELLINI, *The long “journey” of banks from Basel I to Basel IV: has the banking system become more sound and resilient than it used to be?*, in *ERA Forum*, 2019, 20, 81 ss; M. REGALLI, M. G. SOANA, G. TAGLIAVINI, *Analisi finanziaria*, 2018, 2 e ss, dove si sottolinea che, con Basilea II, veniva privilegiata l'autoregolamentazione, così risolvendosi l'attività delle autorità di vigilanza, essenzialmente, nella certificazione *ex ante* dei modelli interni di misurazione dei rischi predisposti dalle banche, di cui viene riconosciuta la validità anche a fini regolamentari. Si fa riferimento, quindi, al *i) metodo dei rating interni “di base” (IRB Foundation)*; *ii) metodo dei rating interni “avanzato” (IRB Advanced)*, caratterizzati da gradi di accuratezza, complessità e assorbimenti patrimoniali differenziati. Il vantaggio consisteva, per le banche che ne facevano uso, nel dover trattenere

Proposta della Commissione europea del 27 ottobre 2021 di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE²¹². Si sottolinea, inoltre, l'importanza della *soft law* nella definizione di assetti organizzativi orientati ad una cultura del rischio che tenga in conto anche dei rischi ESG²¹³.

6.1 *Le proposte di modifica del “CRD IV Package”: cenni*

Nell'ottobre del 2021 la Commissione Europea ha formulato due proposte interconnesse per la regolamentazione degli istituti di credito: *i)* una proposta di regolamento²¹⁴ che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i

meno riserve di capitale, essendo il metodo basato su *rating* interni più preciso nel cogliere lo specifico profilo di rischio aziendale rispetto al modello standardizzato. È importante rilevare, inoltre, che, con il secondo pilastro, alle banche si richiede di operare con un patrimonio superiore a quello minimo calcolato secondo le disposizioni di primo pilastro: la banca è chiamata, così, a tenere conto degli «ulteriori rischi aziendali non presidiati da capital ratio e di eventuali errori di misurazione o di copertura».

²¹² Si v. la proposta in commento al seguente indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663>.

²¹³ Su cui v. *infra* §III dove ci si soffermerà sugli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea in tema di rilevanza dei fattori ESG nella concessione e nel monitoraggio dei prestiti; sulla Guida sui rischi climatici e ambientali della BCE e sulle Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali della Banca d'Italia.

²¹⁴ Si v. COMMISSIONE EUROPEA, 27 ottobre 2021, COM(2021) 664 final, 2021/0342 (COD).

requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e *l'output floor*; ii) una proposta di direttiva²¹⁵ che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE.

L'obiettivo degli evocati provvedimenti è quello di rafforzare il quadro normativo sul capitale di rischio senza che il potenziamento dell'attenzione verso i rischi climatici, sociali e di governance nel quadro prudenziale comporti aumenti significativi nei requisiti patrimoniali complessivi. La proposta di modifica della direttiva CRD mira, inoltre, ad armonizzare i poteri e gli strumenti di vigilanza, riducendo al contempo i costi amministrativi delle banche legati alle comunicazioni pubbliche e migliorare l'accesso ai dati prudenziali delle banche²¹⁶. Come si anticipava, la gestione dei fattori ESG (si consenta di rinviare, per il resto, al testo della proposta) viene attauta facendo comunque ricorso alla struttura in tre pilastri già in vigore, e questo alla luce del fatto che i rischi ESG si manifestano in forme già note e regolamentate (rischio di credito, mercato, operativo, liquidità,

²¹⁵ Si v. COMMISSIONE EUROPEA, 27 ottobre 2021, COM(2021)663 final, 2021/0341 (COD). Sul tema, si v. A. BAGLIONI, P. BONGINI, A. LIPPI, G. MANCA, L. NIERI, C. PASQUINI, A. TANNO, *Finanza verde: regole, opportunità, rischi*, marzo 2020, 82 ss.

²¹⁶ Si v. PARLAMENTO EUROPEO, *Briefing, EU Legislation in Progress, Amendments to banking capital requirements legislation*, 21 settembre 2023, all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/739368/EPRS_BRI\(2023\)739368_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/739368/EPRS_BRI(2023)739368_EN.pdf).

reputazione, strategico), per cui il sistema regolamentare «dovrebbe essere in grado di gestirli correttamente»²¹⁷.

Nell'ambito del primo pilastro relativo ai requisiti sui fondi propri²¹⁸, viene proposta la modifica: *i)* dell'art. 4 CRR, con l'inserimento dei punti da 52-*quinquies* a 52-*decies*, i quali prevedono una definizione armonizzata dei diversi tipi di rischi nel contesto dei rischi ambientali, sociali e di governance²¹⁹; *ii)*

²¹⁷ P. ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, 19 gennaio 2022.

²¹⁸ La *ratio* sottostante alla normativa sui fondi propri è quella di rendere il settore bancario europeo in grado di assorbire potenziali *shock* finanziari e, così, garantire il corretto funzionamento dell'intero mercato del credito, pure in condizioni economiche avverse. Si v. l'articolo 4(1)(118) Definizioni, CRR, a norma del quale: «Fondi propri», la somma del capitale di classe 1 e del capitale di classe 2»; v. anche gli artt. 26 (1), 51, 52, 91(1)(d); 429; 92(3); art. 128 CRD IV. Come meglio specificato nell'elenco di cui all'Allegato A della Circolare 17 dicembre 2013, n. 285, tra i rischi di primo pilastro vengono elencati i seguenti: *i)* rischio di credito (comprende il rischio di controparte), *ii)* il rischio di mercato; *iii)* rischio operativo.

²¹⁹ In particolare, *i)* 52 *quinquies*, ««rischio ambientale, sociale o di governance (ESG)», il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali, sociali o di governance (ESG) sulle controparti o le attività investite dell'ente»; *ii)* 52 *sexies*), secondo cui: ««rischio ambientale», il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali sulle controparti o le attività investite dell'ente, compresi i fattori connessi alla transizione verso i seguenti obiettivi ambientali: *a)* la mitigazione dei cambiamenti climatici; *b)* l'adattamento ai cambiamenti climatici; *c)* l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; *d)* la transizione verso un'economia circolare; *e)* la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; *f)* la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Il rischio ambientale comprende sia il rischio fisico che il rischio di transizione»; *iii)* 52 *septies*), secondo cui: ««rischio fisico», nell'ambito del rischio ambientale globale, il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, degli effetti fisici

dell' art. 501-*quater* CRR²²⁰, che demanda all'ABE di valutare se un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali, sia

dei fattori ambientali sulle controparti o le attività investite dell'ente»; *iv*) 52 *octies*), secondo cui: «“rischio di transizione”, nell'ambito del rischio ambientale globale, il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, della transizione delle attività e dei settori economici verso un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale sulle controparti o le attività investite dell'ente»; *v*) 52 *nonies*), secondo cui: «“rischio sociale”, il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori sociali sulle controparti o le attività investite dell'ente»; *vi*) 52 *decies*), secondo cui: «“rischio di governance”, il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori di governance sulle controparti o le attività investite dell'ente». Le definizioni (su cui ci si è soffermati *supra* §I, 2) sono allineate a quelle proposte dall'ABE nella sua relazione dedicata ai rischi ambientali, sociali e di governance.

²²⁰ Ai sensi dell'art. 501-*quater* della CRR, in particolare, «l'ABE valuta: *a*) le metodologie per la valutazione dell'effettiva rischiosità delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali rispetto alla rischiosità di altre esposizioni; *b*) l'elaborazione di opportuni criteri per valutare i rischi fisici e i rischi di transizione, compresi i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; *c*) i potenziali effetti di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali sulla stabilità finanziaria e sui prestiti bancari nell'Unione. L'ABE presenta una relazione sulle sue conclusioni al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione entro il 28 giugno 2025. Sulla base di tale relazione, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una proposta legislativa, se del caso».

giustificato²²¹; e *iii*) dell'art. 430 CRR²²², che impone agli istituti di credito di segnalare alle autorità di vigilanza «le loro esposizioni verso rischi ambientali, sociali e di governance». Alla luce di quanto detto, deve considerarsi imminente l'introduzione di un requisito patrimoniale a copertura dei rischi ESG.

Nell'ambito del secondo pilastro – e, quindi, all'interno del *Supervisory Review and Evaluation Process*²²³ (SREP) – si valuta la

²²¹ In proposito, si v. ABE, *Discussion paper, The role of environmental risks in the prudential framework*, Maggio 2022, all'indirizzo https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20prudential%20framework.pdf.

²²² Con il parere del 24 marzo 2022, la BCE ha accolto «con favore la proposta di modificare l'articolo 430 CRR che impone agli enti di segnalare alle rispettive autorità competenti la propria esposizione ai rischi ESG. Poiché la segnalazione di informazioni qualitative e quantitative sui rischi ESG facilita la vigilanza su tali rischi, la BCE invita gli organi legislativi dell'Unione e l'ABE ad assicurare che l'obbligo di segnalazione proposto sia attuato quanto prima. La BCE osserva che tale segnalazione sarà soggetta al principio di proporzionalità di cui al considerando 40 degli emendamenti al CRR proposti».

²²³ Il processo di controllo prudenziale (il c.d. *Supervisory Review Process* – SRP) si articola in due momenti: *i*) in una prima fase, è il singolo ente creditizio – attraverso i propri organi sociali – che conduce, autonomamente, una valutazione sia dell'adeguatezza del proprio patrimonio (c.d. *Internal Capital Adequacy Assessment Process* – ICAAP), volta alla definizione di un livello di capitale adeguato, rispetto ai propri rischi, *ulteriore* al livello di capitale richiesto nell'ambito del primo pilastro, sia, anche, del sistema di governo e gestione del rischio di liquidità (c.d. *Internal Liquidity Adequacy Assessment Process* – ILAAP); *ii*) nella seconda fase, invece, l'autorità di vigilanza è chiamata a condurre un processo di controllo prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process* – SREP) in merito alle valutazioni del singolo istituto creditizio contenute nell'ICAAP e nell'ILAAP, al fine di formulare un giudizio

modifica *i)* dell'art. 73 CRD, il cui primo comma verrebbe sostituito dal seguente «gli enti dispongono di strategie e processi validi, efficaci e globali per valutare e mantenere su base continuativa gli importi, la composizione e la distribuzione del capitale interno che essi ritengono adeguati per coprire la natura e il livello dei rischi a cui sono o potrebbero essere esposti nel breve, medio e lungo periodo, compresi i rischi ambientali, sociali e di governance»; *ii)* dell'art. 74 CRD, in modo da prevedere che gli enti siano dotati di solidi dispositivi di governance, tra cui, *ex multis* «processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali sono o potrebbero essere esposti nel breve, medio e lungo periodo, compresi i rischi ambientali, sociali e di governance (par. 1, lett. b)»; *iii)* dell'art. 76 CRD, per cui gli Stati membri assicurano che *a)* «l'organo di gestione approvi e riesami almeno ogni due anni le strategie e le politiche riguardanti l'assunzione, la gestione, la sorveglianza e l'attenuazione dei rischi ai quali l'ente è o potrebbe essere esposto, compresi quelli derivanti dal contesto macroeconomico nel quale esso opera, in relazione alla fase del ciclo economico, e quelli derivanti dagli impatti attuali e a breve, medio e lungo termine di fattori ambientali, sociali e di governance (paragrafo 1)»; *b)* l'organo di gestione elabori piani specifici e obiettivi quantificabili per la sorveglianza e la gestione dei rischi derivanti, nel breve, medio e lungo periodo, dalla discrepanza del modello e della strategia imprenditoriali dell'ente rispetto ai pertinenti obiettivi strategici dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione verso un'economia sostenibile in relazione a fattori ambientali, sociali e di governance» (comma aggiunto al paragrafo 2)²²⁴; *iv)* l'introduzione di un

complessivo sugli istituti stessi e attivare, se del caso, le misure correttive più opportune

²²⁴ Le modifiche dell'articolo 76 CRD riguardano anche il paragrafo 5.

nuovo art. 87-*bis*²²⁵, con cui si consentirebbe alle autorità competenti di verificare se le banche si attengono ai pertinenti

²²⁵ Ai sensi del quale «Le autorità competenti assicurano che gli enti dispongano, nell'ambito dei loro solidi dispositivi di governance, ivi compreso il quadro di gestione dei rischi di cui all'articolo 74, paragrafo 1, di strategie, politiche, processi e sistemi solidi per l'identificazione, la misurazione, la gestione e la sorveglianza dei rischi ambientali, sociali e di governance su una serie adeguata di orizzonti temporali. Le strategie, le politiche, i processi e i sistemi di cui al paragrafo 1 sono proporzionati all'ampiezza, alla natura e alla complessità dei rischi ambientali, sociali e di governance comportati dal modello imprenditoriale e dalla portata delle attività dell'ente e coprono orizzonti a breve e medio termine e un orizzonte a lungo termine di almeno 10 anni. Le autorità competenti assicurano che gli enti mettano alla prova la propria resilienza agli impatti negativi a lungo termine di fattori ambientali, sociali e di governance, sia in scenari di base che in scenari avversi lungo un determinato arco di tempo, a partire dai fattori climatici. Ai fini della prova, le autorità competenti garantiscono che gli enti includano una serie di scenari ambientali, sociali e di governance che riflettano i potenziali impatti di cambiamenti ambientali e sociali e delle politiche pubbliche correlate sul contesto imprenditoriale a lungo termine. Le autorità competenti valutano e monitorano gli sviluppi delle pratiche degli enti in relazione alla loro strategia ambientale, sociale e di governance e alla loro gestione dei rischi, ivi compresi i piani che devono essere elaborati a norma dell'articolo 76, nonché i progressi compiuti e i rischi legati all'adattamento dei loro modelli imprenditoriali ai pertinenti obiettivi strategici dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione verso un'economia sostenibile, tenendo conto dell'offerta di prodotti connessa alla sostenibilità, delle politiche di finanziamento della transizione, delle relative politiche di concessione di prestiti e dei relativi obiettivi e limiti in materia ambientale, sociale e di governance. L'ABE emana orientamenti, conformemente all'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010, per specificare: a) norme minime e metodologie di riferimento per l'identificazione, la misurazione, la gestione e la sorveglianza dei rischi ambientali, sociali e di governance; b) il contenuto dei piani da elaborare a norma dell'articolo 76, che comprendono calendari specifici e obiettivi e traguardi intermedi quantificabili, al fine di affrontare i rischi derivanti dalla discrepanza del modello e della strategia imprenditoriali degli enti rispetto ai pertinenti obiettivi strategici dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione verso un'economia sostenibile in relazione a fattori ambientali, sociali e di governance; c) criteri qualitativi e quantitativi per la valutazione dell'impatto dei rischi ambientali, sociali e di governance sulla stabilità finanziaria degli enti nel

obiettivi strategici dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione relative ai fattori ambientali, sociali e di governance e se gestiscono detti rischi nel breve, medio e lungo periodo, per ottenerne una migliore comprensione e consentire alle autorità competenti di affrontare i problemi di stabilità finanziaria che potrebbero sorgere qualora gli enti creditizi persistessero nell'attribuire un valore errato ai rischi ambientali, sociali e di governance. Per garantire la coerenza delle valutazioni dei rischi ambientali, sociali e di governance, l'articolo 87-*bis* affida all'ABE il compito di precisare ulteriormente i criteri di detta valutazione, comprese le modalità di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio e le modalità con cui gli enti creditizi dovrebbero elaborare piani concreti per affrontare e sottoporre a prove di *stress* la resilienza e le conseguenze negative a lungo termine relativamente agli anzidetti rischi²²⁶; *v*) infine, si valuta di aggiungere all'art. 104 un potere di vigilanza concreto per far fronte ai rischi ambientali, sociali e di governance²²⁷, al fine di garantire che le

breve, medio e lungo periodo; *d*) criteri per stabilire gli scenari e i metodi di cui al paragrafo 3, ivi compresi i parametri e le ipotesi da utilizzare in relazione a ciascuno degli scenari e dei rischi specifici. L'ABE pubblica tali orientamenti entro il [...]. L'ABE aggiorna periodicamente tali orientamenti affinché riflettano i progressi compiuti nella misurazione e nella gestione dei fattori ambientali, sociali e di governance e gli sviluppi degli obiettivi strategici dell'Unione in materia di sostenibilità».

²²⁶ Sul tema, si v. V. BEVIVINO, *Gli stress test bancari. Inquadramento e regolazione*, giugno 2022, 301 ss., che rileva «Dal momento che il *framework* per i *test* sul rischio climatico è in via di sviluppo, vi sono molteplici vincoli alla progettazione di un quadro solido».

²²⁷ Viene proposta l'aggiunta della lettera *m*) seguente: «*m*) imporre agli enti di ridurre i rischi derivanti dalla loro discrepanza rispetto ai pertinenti obiettivi strategici dell'Unione e alle tendenze più generali in ordine alla transizione relative ai fattori ambientali, sociali e di governance nel breve, medio e lungo periodo, anche mediante adeguamenti dei loro modelli imprenditoriali, delle loro strategie di governance e della loro gestione dei rischi».

autorità competenti possano affrontare più agevolmente i rischi di questo tipo che hanno ripercussioni sulla situazione prudenziale della banca nel breve, medio e lungo periodo e di rispecchiare le specificità di questa categoria di rischi. Coerentemente all'art. 98, paragrafo 8, CRD²²⁸, l'ABE, nel giugno del 2021, ha presentato una relazione sull'inclusione dei rischi ESG nel *Risk Management*²²⁹ con cui ha dato una definizione

²²⁸ Secondo cui: «1. L'ABE valuta la potenziale inclusione nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti dei rischi ambientali, sociali e di governance. 2. Ai fini del primo comma, la valutazione dell'ABE comprende almeno: *a*) lo sviluppo di una definizione uniforme dei rischi ambientali, sociali e di governance, inclusi i rischi fisici e di transizione; questi ultimi comprendono i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; *b*) lo sviluppo di criteri qualitativi e criteri quantitativi adeguati per valutare l'impatto di tali rischi sulla stabilità finanziaria degli enti a breve, medio e lungo termine; tali criteri includono processi per le prove di *stress* e l'elaborazione di analisi di scenari per valutare l'impatto dei rischi ambientali, sociali e di governance nel quadro di scenari con gravità variabile; *c*) i dispositivi, i processi, i meccanismi e le strategie che gli enti devono mettere in atto per identificare, valutare e gestire i rischi ambientali, sociali e di governance; *d*) i metodi e gli strumenti di analisi per valutare l'impatto dei rischi ambientali, sociali e di governance sulla concessione di crediti e sulle attività di intermediazione finanziaria degli enti. 3. L'ABE presenta una relazione sulle sue conclusioni alla Commissione, al Parlamento europeo e al Consiglio entro il 28 giugno 2021. 4. Sulla base delle conclusioni della sua relazione, l'ABE può, se del caso, emanare orientamenti, conformemente all'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010, in materia di inclusione uniforme dei rischi ambientali, sociali e di governance nel processo di revisione e valutazione prudenziale eseguito dalle autorità competenti».

²²⁹ Si v. ABE, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 2021. Per una analisi circa il rapporto tra gli atti legislativi europei e i provvedimenti dell'EBA nell'alveo del c.d. metodo “*Lamfalussy*”, si v. M. DE POLI, *op. cit.*, 55 ss.

comune di rischi ESG e operato una panoramica sui metodi e processi di valutazione rilevanti ai fini del processo SREP.

Nell'alveo del terzo pilastro²³⁰, il regolamento (UE) 2019/876 (o CRR II), modificando il regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), ha introdotto un nuovo articolo 449-*bis*, il quale impone ai grandi enti²³¹ che hanno emesso titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di qualsiasi Stato membro - come definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 21, della direttiva 2014/65/UE - di pubblicare, a decorrere dal 29 giugno 2022, su base annua il primo anno e successivamente due volte all'anno, informazioni relative ai rischi ambientali, sociali e di governance, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione definiti nella relazione di cui all'articolo 98, paragrafo 8, della

²³⁰ Il terzo pilastro comporta un obbligo di *disclosure* da parte degli istituti di credito, tenuti a diffondere tutte le informazioni rilevanti, pubblicare la composizione del patrimonio e delle attività a rischio, la distribuzione delle esposizioni tra le diverse fasce di probabilità di insolvenza e il tasso di default registrato per ogni classe di *rating*, nonché le procedure di controllo del rischio adottate, le pratiche contabili e i criteri di allocazione del capitale all'interno della banca. Le informazioni vanno pubblicate con cadenza semestrale. La ratio sottostante al terzo pilastro è quella di permettere al mercato, agli investitori, di controllare che il patrimonio dell'ente creditizio sia adeguato, rendendo disponibili le informazioni sulla solidità e sull'esposizione ai rischi di questo (v. G. GIOVANDO, *op. cit.*, 37).

²³¹ V. A. BROZZETTI, *op. cit.*, 226, per cui per grandi enti devono intendersi principalmente le banche e le imprese di investimento di rilevanza sistemica a livello globale, altre istituzioni di rilevanza sistemica e le banche significative attratte nella supervisione della BCE. V. anche *Fattori ESG: nuovi ITS sui modelli di informativa prudenziale*, 13 dicembre 2022, in www.dirittobancario.it, per cui le imprese che non sono sottoposte agli articoli 19 *bis* e 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE (articoli modificati dall'art. 1 della Direttiva (UE) 2022/2464) non saranno tenute a pubblicare tali informazioni, se non su base volontaria.

direttiva 2013/36/UE. Il regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453²³² prevede che le informazioni fornite dagli enti riguardino, da un lato, l'impatto finanziario dei fattori ESG sulle loro attività economiche e finanziarie (prospettiva *outside-in*) e, dall'altro, i fattori ESG che potrebbero essere determinati dalle loro attività, che a loro volta diventano finanziariamente rilevanti quando incidono sui loro portatori di interessi (prospettiva *inside-out*)²³³. Tuttavia, l'efficacia immediata di tali disposizioni è limitata, dato che un gran numero di enti rimane escluso dall'ambito di applicazione delle regole del CRR in materia di informativa. L'articolo 449-*bis* è pertanto modificato²³⁴ per estendere i requisiti

²³² Si v. anche l'Allegato 1, Annex XXIX, *Prudential disclosures on ESG risks* (Article 449° CRR), contenuto nel regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453 della Commissione del 30 novembre 2022. Il regolamento di esecuzione 2022/2453 modifica le norme tecniche di attuazione (ITS) stabilite dal regolamento di esecuzione (UE) 2021/637 per quanto riguarda l'informativa sui rischi ambientali, sociali e di governance, il quale definisce i modelli standardizzati di informativa e le connesse istruzioni per le informazioni di cui ai titoli II e III della CRR. Il Regolamento 2022/2453 prevede l'integrazione delle novità nel regolamento di esecuzione (UE) 2021/637, che stabilisce, oltre ai modelli uniformi di informativa esistenti, nuovi modelli uniformi di informativa sui rischi ESG e le relative istruzioni.

²³³ *Fattori ESG: nuovi ITS sui modelli di informativa prudenziale*, 13 dicembre 2022, in www.dirittobancario.it.

²³⁴ L'articolo 449-*bis* verrebbe sostituito dal seguente: «1. Gli enti pubblicano informazioni sui rischi ambientali, sociali e di governance, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione. 2. Le informazioni di cui al primo comma sono pubblicate con cadenza annuale dagli enti piccoli e non complessi e ogni sei mesi dagli altri enti. 3. L'ABE elabora progetti di norme tecniche di attuazione che specificano modelli uniformi per l'informativa sui rischi ambientali, sociali e di governance, come stabilito all'articolo 434 bis, garantendone il rispetto e la coerenza con il principio di proporzionalità. Per gli enti piccoli e non complessi, i modelli non impongono la

relativi all’informativa in merito ai rischi ambientali, sociali e di governance *a tutti gli enti*, nel rispetto del principio di proporzionalità. Tale disposizione prevede, pertanto, l’estensione degli obblighi di Terzo Pilastro in materia ESG a tutti gli intermediari (banche e imprese di investimento soggette alla disciplina prudenziale delle banche²³⁵), incluse dunque le banche meno significative. Per gli enti piccoli e non complessi la proposta prevede che la pubblicazione delle informazioni ESG sia annuale anziché semestrale²³⁶. Conformemente all’art. 449-*bis* CRR II, l’ABE ha pubblicato nel gennaio 2022 la relazione finale²³⁷ sulla *disclosure* relativa alle esposizioni collegate ai rischi climatici (fisici e di transizione), “*Green Asset Ratio*”²³⁸, informazioni qualitative su rischi ESG.

6.2 *L’impatto delle Aspettative di Vigilanza della BCE e Banca d’Italia alla luce del principio della sana e prudente gestione: cenni*

pubblicazione di informazioni oltre a quelle da segnalare alle autorità competenti a norma dell’articolo 430, paragrafo 1, lettera h).»

²³⁵ Sono soggette alla disciplina prudenziale delle banche (CRR-CRD) le imprese di investimento di grandi dimensioni. L’ABE ha, tuttavia, annunciato che le principali novità in tema ESG saranno estese anche alle imprese di investimento di minori dimensioni che sono disciplinate dal Regolamento e Direttiva sulle Imprese di investimento (Investment Firm Regulation e Investment Firm Directive).

²³⁶ P. ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d’insieme e una prima valutazione*, 19 gennaio 2022, 8.

²³⁷ Si v. ABE, *Final Report, Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, 2022. Per una analisi circa il rapporto tra gli atti legislativi europei e i provvedimenti dell’EBA nell’alveo del c.d. metodo “*Lamfalussy*”, si v. M. DE POLI, *op. cit.*, 55 ss.

²³⁸ Si v., per un commento, V. M. DISPINZERI, *Green Asset Ratio (GAR): ESG e trasparenza nel mondo bancario*, in *www.dirittobancario.it*, 8 maggio 2023.

Nell'ambito bancario - e, più in generale, in quello finanziario - assumono primaria importanza i provvedimenti di c.d. “*soft law*”²³⁹, vale a dire provvedimenti emanati da gruppi internazionali, da agenzie UE, da istituzioni dell’UE e dalle ANC²⁴⁰ che, seppur non contenenti disposizioni formalmente vincolanti, sono capaci comunque di orientare l’agire degli operatori del settore. Le autorità di regolazione, nell’esercizio delle loro funzioni, fanno sovente ricorso alla *soft law* anche per meglio definire concetti che altrimenti rimarrebbero indeterminati (si pensi a una clausola generale, come può essere il principio della “*sana e prudente gestione*”, vedi *infra* in questo paragrafo) inerenti alle attività regolate.

Seppure, quindi, le fonti di *soft law* non sanciscano diritti ed obblighi – come invece accade per i provvedimenti di c.d. “*hard law*”, cui consegue la possibilità di una loro applicazione tramite gli strumenti di tutela predisposti dall’ordinamento in caso di inosservanza – gli effetti prodotti da tali atti possono spesso essere considerati

²³⁹ Si v. per un approfondimento del tema, *ex multis*, M. DE POLI, *op. cit.*, 70; E. FERRAN, K. ALEXANDER, *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*, in *University of Cambridge, Legal Studies Research Paper Series*, n. 36, giugno 2011; D. M. TRUBEK, P. COTTREL, M. NANCE, “*Soft law*”, “*hard law*”, and *109* *European integration: toward a theory of hybridity*”, in *Legal Studies Research Paper Series*, n. 1002, novembre 2005; D. PETROPOULOU IONESCU, M. ELIANTONIO, *Soft Law Behind the Scenes: Transparency, Participation and the European Union’s Soft Law Making Process in the Field of Climate Change*, in Cambridge University Press, *European Journal of Risk Regulation*, 14, 2023, 293.

²⁴⁰ Si pensi agli accordi del Comitato di Basilea; alle linee guida o alle raccomandazioni dell’ABE o della BCE.

«giuridici oltre che pratici»²⁴¹. Questi provvedimenti, pertanto, non contengono un mero «*flautus vocis*»²⁴² del regolatore, ma beneficiano della reputazione dell'autorità emanante che, in ragione della propria competenza tecnica, influenza, con forza quasi imperativa, i propri regolati. La forza di tali provvedimenti, pertanto, risiede nella capacità persuasiva del regolatore più che in una loro efficacia vincolante resa eventualmente effettiva con un loro *enforcement*.

Tale ultima affermazione (come meglio si motiverà *infra*, all'interno di questo paragrafo), tuttavia, viene ad essere quantomeno ridimensionata laddove si pensi a un provvedimento di “*soft law*” emanato da una autorità di regolazione che specifichi il contenuto di una clausola generale o di una disposizione contenuta in un atto normativo vincolante: in questo caso, secondo una certa interpretazione²⁴³, l'atto potrebbe produrre (indirettamente) effetti giuridici.

Con riferimento alle tendenze evolutive nel comparto bancario in tema ESG, particolare importanza rivestono i seguenti provvedimenti di

²⁴¹ B. CELATI, *Soft law nella regolazione dei mercati finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Riv. Reg. mercati*, 2, 2020, 319.

²⁴² B. CELATI, *op. ult. cit.*

²⁴³ Si v. L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, in *Hart Publishing*, 2004, 112, secondo cui la *soft law* rappresenta «rules of conduct that are laid down in instruments which have not been attributed legally binding force as such, but nevertheless may have certain (indirect) legal effects, and that are aimed at and may produce practical effects». Da tale premessa, O. ANDREEA STEFAN ET AL., *EU Soft Law in the EU Legal Order: A Literature Review*, in *King's College London Law School Research Paper Forthcoming*, 27 maggio 2019, 11, conclude sostenendo che: «“legal” effects may occur because of mechanisms independent of the intention of the legislator, for instance the existence of a “legal obligation” to comply with soft law instruments, which stems from the application of general principles of law such as legal certainty or legitimate expectations».

*soft law*²⁴⁴: i) la guida sui rischi climatici e ambientali contenente le aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa della Banca Centrale Europea; ii) le aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali di Banca d'Italia; iii) gli orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti e il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* dell'ABE (su cui ci si soffermerà *infra* nel prossimo capitolo). La *ratio* sottostante a un interesse di tale portata da parte delle autorità di vigilanza per il tema dell'impatto dei fattori ESG nel settore bancario è motivato, appunto, dalla capacità di questi *risk-drivers* di materializzare i rischi tradizionali (di credito; operativo; di liquidità; di mercato)²⁴⁵.

Le aspettative evocate sono indirizzate a destinatari diversi e ciò sul solco del riparto di competenze tra BCE e ANC fondato sulla

²⁴⁴ In merito al tema in oggetto esistono, invero, molti altri provvedimenti di *soft law*. In tale sede ci si limita a segnalare al lettore, per questioni di brevità, quelli più rilevanti: a) per quanto riguarda la BIS (*Bank of International Settlements*) “Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks”, del giugno 2022; b) per quanto riguarda la BCE, i) l’“Agenda BCE per il clima 2022”, del 4 luglio 2022; ii) la “Supervisory assessment of institutions’ climate-related and environmental risks disclosures”, del marzo 2022; iii) il report “Climate-related risk and financial stability”; e ovviamente la menzionata iv) “Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e aspettative”, del novembre 2020; c) per quanto riguarda l’ABE, invece e per tutti, i) il “Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms”, del giugno 2021; e ii) le “Guidelines on loan origination and monitoring”, del 2020.

²⁴⁵ F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questioni di (semplici) “aspettative”?* in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, 5, 1 settembre 2022, 1259; M. SEPE, *op. cit.*, il quale sottolinea che i rischi connessi al cambiamento climatico sono «tali da rendere più difficile il perseguimento del mandato delle stesse [...] e la valutazione delle prospettive per i prezzi e per l’attività economica necessari a definire la loro strategia di politica monetaria».

natura degli enti vigilati: quelli meno significativi (o “*less significant institution*”, LSI), banche di piccole e medie dimensioni, sono vigilati direttamente dall’autorità nazionale competente (in questo caso, Banca d’Italia), sotto la supervisione della BCE, mentre gli enti significativi (o “*significant institution*”, SI) sono sottoposti alla vigilanza diretta della BCE²⁴⁶. Le disposizioni, comunque, richiedono un grado di *compliance* diverso a seconda che si tratti di LSI o SI²⁴⁷, e ciò in ossequio al principio di proporzionalità.

Con riferimento alla guida della BCE, diretta agli enti significativi, l’autorità si aspetta quanto segue: *i*) ci si attende che gli enti comprendano l’impatto dei rischi climatici e ambientali per il contesto in cui operano nel breve, medio e lungo periodo, in modo da poter assumere decisioni informate sul piano strategico e imprenditoriale; *ii*) nella definizione e attuazione della strategia aziendale, ci si attende che gli enti integrino i rischi climatici e ambientali aventi un impatto per il contesto in cui operano a breve, medio o lungo termine; *iii*) l’organo di amministrazione dovrebbe tenere conto dei rischi climatici e ambientali nell’elaborazione della strategia aziendale complessiva dell’ente, dei suoi obiettivi di *business* e del sistema di gestione dei rischi e condurre una supervisione efficace sui rischi climatici e ambientali; *iv*) ci si attende che gli enti includano

²⁴⁶ Per approfondire il tema della supervisione delle banche e del riparto di competenza tra ANC e BCE, si v. M. DE POLI, *op. cit.*, 156 ss.

²⁴⁷ BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, 6 s.: «Ci si attende che gli enti significativi facciano uso di questa guida, tenendo conto della rilevanza della propria esposizione ai rischi climatici e ambientali. [...] Si invitano gli enti meno significativi a tenerne conto, unitamente ad altri documenti pertinenti pubblicati dalle rispettive ANC».

esplicitamente i rischi climatici e ambientali nel quadro di riferimento per la determinazione della propensione al rischio; *v)* gli enti dovrebbero affidare le competenze per la gestione dei rischi climatici e ambientali all'interno della struttura organizzativa applicando il modello basato sulle tre linee di difesa; *vi)* ai fini della reportistica interna, i dati sui rischi aggregati segnalati dagli enti dovrebbero rifletterne le esposizioni ai rischi climatici e ambientali, in modo da consentire all'organo di amministrazione e ai comitati endoconsiliari pertinenti di assumere decisioni informate; *vii)* ci si attende che gli enti integrino i rischi climatici e ambientali quali fattori determinanti per le categorie di rischio preesistenti all'interno dei sistemi di gestione dei rischi esistenti, ai fini della loro gestione e del loro monitoraggio su un orizzonte temporale sufficientemente lungo nonché in vista del regolare riesame dei relativi presidi. Gli enti dovrebbero individuare e quantificare tali rischi nel quadro del proprio processo complessivo finalizzato ad assicurare l'adeguatezza patrimoniale; *viii)* nella gestione del rischio di credito, ci si attende che gli enti tengano conto dei rischi climatici e ambientali in tutte le fasi pertinenti del processo di concessione e che ne effettuino il monitoraggio all'interno dei propri portafogli; *ix)* gli enti dovrebbero considerare il possibile impatto avverso di eventi climatici sulla continuità operativa, nonché la misura in cui la natura delle attività svolte possa accrescere i rischi reputazionali e/o di responsabilità legale; *x)* ci si attende che gli enti monitorino, nel continuo, gli effetti dei fattori climatici e ambientali sulle proprie posizioni correnti esposte al rischio di mercato nonché sugli investimenti futuri ed elaborino prove di

stress che tengano conto dei rischi climatici e ambientali; *xi*) gli enti che presentano rischi climatici e ambientali rilevanti dovrebbero valutare l'adeguatezza delle proprie prove di stress nella prospettiva di integrare tali rischi negli scenari di base e avversi; *xii*) ci si attende che gli enti valutino se rischi climatici e ambientali rilevanti possano determinare deflussi di cassa netti o intaccare le riserve di liquidità e che, in tale evenienza, tengano conto di questi fattori nel quadro della gestione del rischio di liquidità e della calibrazione delle riserve di liquidità; *xiii*) ai fini delle informative regolamentari, gli enti dovrebbero pubblicare informazioni significative e metriche fondamentali sui rischi climatici e ambientali che ritengono rilevanti, tenendo debitamente conto degli Orientamenti della Commissione europea sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima.

Per quanto attiene, invece, alle aspettative della Banca d'Italia, esse sono rivolte «a tutti i soggetti la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza della Banca d'Italia ai sensi del Testo Unico Bancario e del Testo Unico della Finanza (banche, SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari *ex* Articolo 106 TUB e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL), secondo un principio di proporzionalità, da declinare in base alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari nonché alla natura dell'attività svolta». Banca d'Italia sviluppa le aspettative secondo tre filoni argomentativi: *a*) *governance* degli intermediari; *b*) rischio; *c*) informazione. Più nello specifico, l'Autorità si aspetta: *i*) che l'organo di amministrazione degli intermediari svolga «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»; *ii*) che gli intermediari, nella definizione e attuazione della strategia aziendale, individuino «i rischi climatici e ambientali capaci di incidere sul contesto aziendale» e siano in grado di «comprenderne e misurarne gli impatti al fine di assicurare la resilienza del modello di *business* e orientarne le prospettive di sviluppo»; *iii*) che l'organo di amministrazione moduli «i diversi interventi sull'organizzazione e sui processi operativi a fronte dei rischi climatici e ambientali in modo coerente e proporzionale alle valutazioni formulate in merito alla loro materialità»; *iv*) che gli intermediari effettuino «una mappatura degli eventi che potrebbero manifestarsi per effetto dei rischi climatici e ambientali (fisici e di transizione)» e integrino, di conseguenza, il «sistema di gestione dei rischi, identificando i rischi che ne risulterebbero potenzialmente influenzati e le implicazioni di natura prudenziale»; *v*) che gli intermediari pongano «in essere azioni volte a creare una base dati sui profili di rischio climatico e ambientale completa e di elevata qualità nonché integrata in un sistema informativo idoneo a supportare lo sviluppo di metriche per la valutazione dei rischi climatici e ambientali»; *vi*) che gli intermediari, sulla base di adeguate analisi di materialità, incorporino «i rischi climatici e ambientali nei processi di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno e di liquidità, integrando il sistema dei limiti di rischio», e che gli intermediari non tenuti alla valutazione del capitale integrino «il sistema dei

limiti per tenere conto degli impatti dei rischi climatici e ambientali sul valore dei portafogli gestiti e/o sui volumi operativi); *vii*) che gli intermediari, considerato il carattere dinamico dei rischi climatici, definiscano «un programma di revisione e aggiornamento periodico delle decisioni assunte in relazione a metodologie e strumenti per la loro valutazione, in modo da preservarne nel continuo la validità e la significatività»; *viii*) che gli intermediari integrino «i rischi climatici e ambientali in tutte le fasi del processo del credito, adeguando le relative politiche e procedure in linea con le GL EBA in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti (EBA/GL/2020/06)»; *ix*) che gli intermediari tengano conto «del possibile impatto dei rischi climatici e ambientali sul *pricing* degli investimenti in strumenti finanziari, propri e gestiti per conto terzi, anche in chiave prospettica, al fine di minimizzare il rischio di perdite»; *x*) che gli intermediari tengano conto «del possibile impatto dei rischi climatici e ambientali sulla continuità operativa nonché sul livello dei rischi reputazionali e legali»; *xi*) che gli intermediari integrino «i rischi climatici e ambientali nella misurazione e gestione del rischio di liquidità, stimando potenziali peggioramenti della posizione di liquidità dovuti a deflussi di cassa e/o diminuzione dell'ammontare delle riserve e/o modifica della liquidità degli strumenti finanziari posseduti direttamente o da portafogli gestiti»; *xii*) che gli intermediari si dotino «delle infrastrutture, dei dati e dei processi necessari per comunicare le modalità con cui integrano i *driver* di rischio ambientale nella strategia aziendale, nell'organizzazione interna e nei meccanismi di gestione del rischio, comprese le metriche per valutare i rischi climatici e gli obiettivi di sostenibilità».

Premesso che i provvedimenti delle autorità di vigilanza fin qui analizzati fanno riferimento diretto al solo rischio “E”²⁴⁸, pare opportuno, a questo punto della trattazione, interrogarsi sulla virtuale natura non vincolante delle aspettative in questione. La BCE, infatti, precisa che la guida «non ha carattere vincolante per gli enti, bensì va intesa come base per il dialogo di vigilanza»²⁴⁹ e, similmente, il provvedimento di Banca d’Italia chiarisce come le aspettative mirino a fornire «indicazioni di carattere generale non vincolanti» e lascino al singolo intermediario la loro «declinazione a livello operativo», in ossequio al principio di proporzionalità. Nonostante tale “dichiarazione di intenti”, Banca d’Italia precisa che svolgerà una attività di «ordinaria vigilanza» sia in relazione al grado di osservanza delle aspettative in questione sia in relazione ai piani di adeguamento (dunque, *attesi*) degli intermediari. Sotto tale profilo, un ruolo importante può essere giocato dal concetto di “*sana e prudente gestione*”²⁵⁰.

²⁴⁸ Anche se nel documento contenente le Aspettative di Banca d’Italia (p. 3) si precisa che: *i*) la Banca d’Italia si «riserva la possibilità di integrare il documento nel corso del tempo, per tenere conto dello sviluppo di *best practices* e dell’evoluzione del quadro normativo di riferimento, eventualmente ampliandolo anche alle tematiche sociali e di governance»; e che *ii*) «benché focalizzate sugli aspetti ambientali, gli intermediari potranno considerare le presenti aspettative anche con riferimento alla categoria più generale dei rischi ESG, ove rilevanti per la loro operatività e tenuto conto delle prescrizioni normative di settore».

²⁴⁹ BCE, *op. cit.*, 4.

²⁵⁰ P. LUCANTONI, F. CANTIELLO, *Board gender diversity and ESG performance: a regulatory perspective*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, E. CORAPI (a cura di), 2023, nota 10, 243: «The sound and prudent management has its reason in the bank’s peculiar financial structure characterized by a mismatch

Nella disciplina europea in materia bancaria, il principio appena evocato compare, per la prima volta, con la direttiva 646/1989/CEE e viene posto in relazione alla qualità dei soci delle banche. Tale limitazione è rimasta inalterata anche nella direttiva 2013/36/UE, come modificata dalla direttiva 2019/878/UE, laddove il concetto è riportato nel considerando 49 e negli articoli 14 e 23 con riferimento, sempre, all' idoneità dei partecipanti al capitale delle banche stesse. Nel reg. (UE) 575/2013, come modificato dal reg. (UE) 876/2019, invece, l'endiadi in parola non è replicata e il principio viene diviso nel concetto di “sana gestione” (comunque, nel senso di “prudente”) e di “prudenza”. L'art. 1 del reg. (UE) 1024/2013 che attribuisce alla Banca Centrale Europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi prevede come oggetto e ambito di applicazione del regolamento quello di «*contributing to the safety and soundness of credit institutions and the stability of the financial system*», concetto - sembra - non così lontano²⁵¹ da quello del “*sound and prudent management*”²⁵².

between liabilities, represented by the raising of capital from the public of depositors, and assets, represented by lending in the form of loans. In order to contain capital and liquidity risk, directors must activate the so-called “Internal Capital Adequacy Assessment Process” and the “Internal Liquidity Adequacy Assessment Process”».

²⁵¹ M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 70.

²⁵² Si segnala, per completezza, che non viene fatto alcun riferimento alla “sana e prudente gestione” nella direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi (dir. (UE) 49/2014), né nel regolamento e nella direttiva sui meccanismi di risanamento e risoluzione della crisi (reg. (UE) 806/2014; dir. (UE) 59/2014, fatto salvo l'art. 29, par. 3, ma solo *incidenter tantum*). Riferimento sporadico e non sistematico al concetto viene svolto nella disciplina europea relativa ai servizi finanziari (dir. (UE) 65/2014, considerando n. 53 e 54) e alle assicurazioni (dir. (CE) 138/2009,

Ogni dubbio circa la portata sistematica del concetto viene dissipato facendo riferimento, invece, alla disciplina nazionale: con il d.lg. 481/1992, infatti, la “sana e prudente gestione” assurge a criterio guida degli interventi di vigilanza delle autorità e non è limitato alla disciplina dei partecipanti al capitale; viene poi inserito tra le finalità generali dei controlli all’art. 5, primo comma, t.u.b.²⁵³; all’art. 5 del t.u.f.²⁵⁴ e all’art. 3 del c.a.p.²⁵⁵. Il t.u.b., in particolare, contiene svariati riferimenti alla sana e prudente gestione²⁵⁶ tali da renderla, oltre a finalità di vigilanza, anche *regola di condotta* degli intermediari, alla stregua di una clausola generale

art. 41). La disciplina europea che delinea poteri e attribuzioni delle autorità di settore sovranazionali del SEVIF (EBA, reg. 1093/2010; EIOPA, reg. 1094/2010; ESMA, reg. 1095/2010) non fa menzione espressa della “*sana e prudente gestione*” tra le finalità o gli obiettivi che la vigilanza deve assicurare.

²⁵³ Ai sensi dell’art. 5, comma 1, t.u.b.: «1. Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti dal presente decreto legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all’efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all’osservanza delle disposizioni in materia creditizia».

²⁵⁴ Ai sensi dell’art. 5, comma 2, t.u.f.: «2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d’Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari».

²⁵⁵ Ai sensi dell’art. 3 c.a.p.: «Scopo principale della vigilanza è l’adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. A tal fine l’IVASS persegue la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione, nonché, unitamente alla Consob, ciascuna secondo le rispettive competenze, la loro trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. Altro obiettivo della vigilanza, ma subordinato al precedente, è la stabilità del sistema e dei mercati finanziari».

²⁵⁶ Si v. gli artt. 14, 19, 20, 36, 37-ter, 53-bis, 56, 57, 61, 67-ter, 72.

di diritto²⁵⁷, che orienta l'agere dell'intermediario bancario secondo logiche di limitazione del rischio²⁵⁸. A prescindere dalla regolamentazione speciale in tema di sostenibilità contenuta nei provvedimenti analizzati nei paragrafi precedenti, pertanto, la rilevanza dei fattori ESG potrebbe esplicitarsi anche sotto il cono d'ombra dell'endiadi in discorso e indirizzare, così, non solo l'esercizio dei poteri valutativi e di intervento delle Autorità di vigilanza in relazione ai profili di rischio e organizzativi del singolo intermediario (*ex art. 53 t.u.b.*)²⁵⁹, ma anche le stesse scelte imprenditoriali

²⁵⁷ Sotto tale profilo, si v. la Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1993, 285, dove si legge: «L'utilizzo di termini elastici risponde alla impossibilità di definire una volta per tutte quale sia il comportamento ottimale; spetta innanzitutto alle banche adottare comportamenti conformi ai canoni appena descritti; spetta invece alle autorità, in relazione alle concrete situazioni di fatto, individuare fra i comportamenti emersi nella prassi quelli contrari alla sana e prudente gestione. Esse devono comunque aver riguardo, secondo quanto esplicitamente affermato dal testo unico, all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia»; cfr. TAR Lazio, Roma, 9 agosto 2005, n. 6157, in *DeJure*, secondo cui: «Merita poi di essere evidenziata la natura di clausola generale (o concetto giuridico indeterminato) che va riconosciuta a detta formula (la "sana e prudente gestione" non appare qualitativamente diversa da nozioni la cui definizione si rinviene in ambiti non giuridici, come la correttezza, la buona fede, l'ordine pubblico), frutto dell'evidente intento del legislatore di non vincolare l'Autorità di settore alla verifica della "bontà" dei comportamenti degli intermediari (imprenditori *pleno titolo*) alla stregua di rigidi e predeterminati schematismi, ma di consentire, anche in quest'ambito, la massima esplicitazione del diritto di iniziativa economica entro parametri storicizzati, non immutabili nel tempo»; .

²⁵⁸ M. SEPE, *op. cit.*, 73.

²⁵⁹ F. RIGANTI, *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)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 1, 325 ss., secondo il quale: «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 dare risposta positiva. Risposta che deve essere fornita [...] 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" [...]. In quanto rischio, la sostenibilità non finanziaria non può

degli istituti di credito²⁶⁰. Così ragionando, i fattori ESG assumerebbero una pregnanza all'interno del comparto bancario ben superiore alle previsioni in tema di rischio e adeguatezza organizzativa, finendo per imporre la realizzazione del «valore della “salubrità ambientale” e approcci di tipo “green”» e, in ultima analisi, riaprendo il tema legato all'interesse perseguito dall'impresa bancaria²⁶¹, nonostante il limite costituito dal non

dunque che rientrare nel raggio di operatività della gestione “prudente”; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 3, 83 ss., secondo il quale: «il canone della sostenibilità assume rilievo prevalentemente nella sua essenza di regola di condotta che orienta l'organizzazione e la gestione dell'attività d'impresa secondo finalità precauzionali».

²⁶⁰ P. LUCANTONI, F. CANTIELLO, *op. cit.*, 243: «The principle of sound and prudent management affects the procedures for selecting and weighing the interests available in the exercise of the management power entrusted to the directors. In that context ESG sustainability represents an additional and heterogeneous interest to be integrated into the complex organization of banking company process»; M. SEPE, *op. cit.*, 76, secondo cui la «riconduzione dei fattori ESG alle categorie e ai profili d'interesse tradizionali della vigilanza [...] non esclude possibili letture estensive della “sana gestione”, fondate sulla considerazione che la profilazione e valorizzazione ambientale delle attività economiche ha assunto un ruolo talmente pervasivo e costituzionalmente rilevante, per cui “sana gestione” è solo quella che faccia proprio e realizzi il valore della “salubrità” ambientale e approcci di tipo “green”, pur senza escludere o sminuire valutazioni connesse ai profili di rischio e organizzativi». Per un approfondimento sulla “sostenibilità” nella Costituzione italiana, si v. E. CORAPI, *TemI attuali sulla transizione verso un'economia sostenibile nel panorama italiano ed europeo: green bonds standards e greenwashing*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, E. CORAPI (a cura di), 2023, 281.

²⁶¹ Si v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1, 1 febbraio 2023, secondo cui: «Il tema della gestione dei rischi ESG nelle banche è occasione propizia per sperimentare la validità dell'impostazione che vede nella sana e prudente gestione una regola (eteronoma) di

dover frustrare il principio della libertà imprenditoriale del banchiere²⁶².

Al netto di tali ultime considerazioni, non sembra comunque errato, a giudizio di chi scrive, affermare che i provvedimenti delle autorità di vigilanza in tema di ESG - nonostante il carattere formalmente non vincolante loro proprio, in quanto fonti di *soft law* - possano risultare determinanti nella specificazione del concetto della “*sana e prudente gestione*” nell’ambito della valutazione di conformità, rispetto al principio suddetto, delle azioni imprenditoriali adottate o mancate e, per questa via, acquistare una forza più pervasiva²⁶³.

Alla luce di quanto detto, pare innegabile che le imprese bancarie, in certa misura, stiano vivendo un processo di «neo-statalizzazione» in

organizzazione dei processi dell’impresa bancaria». E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell’economia*, 1, 2019, 188 ss.

²⁶² Nelle Considerazioni Finali del 31 maggio 2016, il Governatore Visco ha avuto modo di sostenere quanto segue: «gli ordinamenti e il modello di vigilanza prudenziale che si sono andati affermando a livello internazionale negli anni, sotto la spinta del Comitato di Basilea, giustamente valorizzano l’autonomia imprenditoriale delle banche. L’autorità di vigilanza non può sostituirsi sistematicamente nelle loro scelte gestionale». Si rinvia, comunque, alle considerazioni svolte *supra* §II, 5 riguardo alle disposizioni contenute nella proposta di CSDDD e sulla loro capacità di richiedere comportamenti che vadano oltre alla mera osservanza delle norme vigenti in tema di tutela ambientale e che, a giudizio di chi scrive, sembrano potersi spendere anche in questa sede. Si anticipano, inoltre, le considerazioni svolte *infra* §III, 1 riguardo la fonte, duplice, del dovere “pubblicistico” di valutare il merito creditizio del cliente non consumatore costituita *i*) dal principio della sana e prudente gestione e *ii*) dal principio della buona fede e correttezza, che connota l’attività della valutazione del merito di credito in termini di obbligo.

²⁶³ F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questioni di (semplici) “aspettative”?* in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 5, 1 settembre 2022, 1261 ss, dove si dice che il principio della sana e prudente gestione sia anch’esso oggi sottoposto «al “mantra” della sostenibilità».

quanto Stati e enti pubblici, incapaci di provvedere da sé al perseguimento degli scopi loro propri - anche per una mera questione di insufficienza di risorse economiche - affidino «sempre maggiori compiti ai privati in (discutibile) applicazione del principio costituzionale della sussidiarietà orizzontale, secondo l'idea che i “corpi sociali intermedi” (associazioni, enti, società, ecc.) debbano rispondere anche del perseguimento di interessi generali»²⁶⁴. Tale circostanza, comunque, non pare contraddire il principio di *neutralità* che connota le autorità di vigilanza: i profili economico-finanziari posti dal cambiamento climatico - e, più in generale, dalla sostenibilità - necessitano della supervisione delle banche centrali in quanto capaci di minacciare il conseguimento degli obiettivi di vigilanza²⁶⁵. Ancora, parimenti innegabile risulta l'affermazione che sia di primario interesse della banca stessa - e, indirettamente, dei suoi *stakeholders*, nonché della collettività tutta, viste le macroscopiche conseguenze che possono derivare al sistema economico considerato nel suo insieme dall'instabilità del comparto bancario²⁶⁶ - valutare correttamente le probabilità di restituzione del prestito da parte del singolo prenditore, anche con riferimento agli aspetti ESG, e ciò in linea con gli orientamenti dell'ABE in materia di

²⁶⁴ S. A. CERRATO, *op. cit.*, 74 s.

²⁶⁵ E. BERNARDINI, I. FAIELLA, L. LAVECCHIA, A. MISTRETTA, F. NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, n. 608, 2021, 6.

²⁶⁶ Sul tema, si v. M. DE POLI, *Fundamentals of european banking law*, cit., 75 s., 108; D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021, 231 ss.

concessione e monitoraggio dei prestiti (su cui, v. *infra* §III), nonché con l’aspettativa n. 8 di Banca d’Italia e con l’aspettativa n. 8 contenuta nella guida emanata dalla BCE.

In estrema sintesi, muovendo dal principio della “sana e prudente gestione”, le aspettative e le disposizioni contenute nei provvedimenti di *soft law* fin qui analizzati potrebbero diventare il criterio con cui valutare l’adeguatezza degli assetti di *governance* del singolo intermediario rispetto ai rischi ESG. In tal senso, prima ancora di richiedere agli istituti di credito di trattenere un adeguato ammontare di patrimonio prudenziale a copertura di tali rischi (e al netto dei provvedimenti di primo livello integrativi del c.d. “CRD IV *package*” già emanati o comunque di prossima emanazione), pare ragionevole – e forse “gentilmente imposto” dall’endiadi di cui si è trattato – attendersi che il singolo intermediario finanziario, all’atto di concessione del credito, valuti correttamente il merito creditizio della controparte anche con riferimento ai menzionati fattori di sostenibilità, e ciò in ossequio ad una logica prudenziale - perciò *risk-based* – coesistente all’attività di vigilanza e che dovrebbe orientare, pure, la condotta del singolo istituto di credito in ragione della rilevanza che nel nostro ordinamento assume la tutela del risparmio²⁶⁷. Nel prossimo capitolo si approfondirà, pertanto, la disciplina relativa alla valutazione del merito creditizio.

²⁶⁷ Si v. l’art. 47 Cost.

CAPITOLO III

-

LA VALUTAZIONE DEL MERITO CREDITIZIO DELL'IMPRESA: LA RILEVANZA DEI FATTORI ESG

1. *La verifica del merito creditizio come adempimento di un obbligo nei confronti del cliente*

Al fine di comprendere se e con quale probabilità l'impresa prenditrice sarà in grado di far fronte regolarmente alle obbligazioni contrattualmente previste dagli impegni finanziari assunti e/o in via di assunzione, l'intermediario effettua – sia precedentemente alla concessione del prestito che nel corso del rapporto eventualmente instauratosi – la verifica del merito creditizio della controparte, attività che consiste, essenzialmente, nella raccolta di un *set* informativo riguardante la storia creditizia, le capacità patrimoniali e finanziarie della impresa e nella successiva valutazione della solvibilità e affidabilità di questa²⁶⁸.

La disciplina riguardante tale attività, in un contesto produttivo, come quello italiano, dove la struttura finanziaria delle

²⁶⁸ E. CECCHINATO, *Note sulla disciplina della verifica del merito creditizio: per una rilettura alla luce della buona fede precontrattuale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, II, 457; F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giustizia civile*, 3, 2015, 585 ss., che precisa: «se controparte è un'impresa l'analisi si estende ai dati di bilancio e a ogni informazione relativa alla situazione aziendale anche prospettica, come l'analisi del così detto *business plan*, la valutazione dei mercati di settore, di sbocco e fornitura, ecc.».

imprese (in prevalenza, PMI²⁶⁹) è caratterizzata da un indebitamento relativamente elevato e da una significativa quota di prestiti bancari sul complesso dei debiti²⁷⁰, ha notevoli ricadute pratiche sull'economia reale visto il ruolo centrale ricoperto dal settore bancario per quanto riguarda l'attività di finanziamento del debito.

La crisi finanziaria del 2008²⁷¹, originatasi negli Stati Uniti con il fallimento della banca d'affari statunitense Lehman Brothers, ha reso manifesta la necessità di adottare una serie di riforme volte non solo al rafforzamento della solidità patrimoniale degli intermediari finanziari (e in tal senso vanno interpretate le disposizioni di cui al “CRD IV *Package*”) ma anche alla responsabilizzazione delle banche in sede di erogazione e gestione del credito, contribuendo, in tal senso, all'evoluzione del rapporto banca-impresa secondo una prospettiva dialogica capace di agevolare gli

²⁶⁹ Essendo il tessuto produttivo del Paese composto principalmente da PMI, il ricorso al mercato dei capitali di questi enti è limitato. È il credito bancario più che il *debt* o l'*equity market* a costituire la principale fonte di liquidità per queste realtà, sul punto si v. MASSIAH, *Non sprecare il risparmio*, in *Il Foglio Quotidiano*, 27 febbraio 2024; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 4, 2023, 571 ss. A tal proposito, quindi, viene ridimensionato l'impatto della normativa sulla finanza sostenibile emanata finora. I. SABBATELLI, *Covid-19 e merito di credito*, 64, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II, la quale sottolinea l'impossibilità di prescindere dalla verifica del merito creditizio delle imprese, in particolare PMI, le cui caratteristiche rendono complessa la valutazione dei prenditori dal momento che operano con ridotti livelli di capitalizzazione e redditività e dunque, specialmente per le banche di credito cooperativo dal momento che tali imprese costituiscono il loro cliente tipico.

²⁷⁰ F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio e finanza d'impresa. Recenti evoluzioni e possibili applicazioni*, Milano, 2023, 4.

²⁷¹ Si v., sul tema, M. DE POLI, *Fundamentals*, cit., 75 ss; F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *op. cit.*, 4 ss.

istituti nel rilevamento dei primi segnali di difficoltà della propria clientela²⁷².

Come rilevato, risponde essenzialmente ad una logica di prudenza l'aspettativa che l'intermediario valuti correttamente il merito di credito dell'impresa prenditrice, e non a caso la relativa disciplina è contenuta nel “CRD IV Package”²⁷³.

²⁷² Ai fini del presente contributo si avrà riguardo alla sola normativa riguardante la verifica del merito creditizio del non consumatore. Sulla verifica del merito creditizio del consumatore si concentrano i seguenti provvedimenti: la direttiva 2008/48/CE sul credito al consumo (c.d. “*Consumer Credit Directive*” o “CCD”) e la direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili e residenziali (c.d. “*Mortgage Credit Directive*” o “MCD”), che hanno trovato recepimento nel titolo VI del TUB, rispettivamente ai capi II (art. 121-126) e I-bis (artt. 120-quinquies – 120-noviesdecies) e nelle disposizioni di rango secondario del decreto del Ministero dell'Economia n. 117 del 3 febbraio 2011 e del provvedimento di Banca d'Italia del 29 luglio 2009 sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. L'obbligo di valutare il merito creditizio viene espressamente sancito, nel TUB, con riferimento alle sole ipotesi di credito ai consumatori (artt. 120-undecies e 124-bis); tuttavia, tale obbligo trova riconoscimento anche sul piano generale nelle disposizioni relative al contenimento del rischio di credito e di controparte emanate da Banca d'Italia (Disposizioni di vigilanza delle banche, Parte I, Titolo IV, Cap. 3, All. A) dettate in attuazione delle norme primarie del TUB (artt. 53, 67 e 108), in conformità con le disposizioni europee del CRD IV Package. Ad ogni modo, la valutazione del merito creditizio «viene realizzata qualunque sia la tipologia del credito [...] ed indipendentemente dalla tipologia del richiedente» (G. FALCONE, *Controlli di conformità e RegTech nella concessione del credito*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, I, 112).

²⁷³ F. TRAPANI, *Riflessioni sulla verifica del merito creditizio dei soci di banche cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 5, 2023, 703, secondo cui: «la sussistenza del dovere in capo alle banche di procedere ad un'accurata verifica del merito creditizio delle imprese si ricava [...] dal quadro normativo sovranazionale e interno», e, in particolare, dal Reg. (UE) 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE, le quali prevedono, da un lato, il limite imposto dai c.d. “requisiti patrimoniali” e, dall'altro, i criteri predittivi finalizzati a valutare il merito creditizio del cliente (c.d. *rating*, su cui v. *infra* §III, 2.1).

L'art. 74, par. 1, della direttiva 2013/36/UE, infatti, recita: «Gli enti sono dotati di solidi dispositivi di *governance*, ivi compresa una chiara struttura dell'organizzazione con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, di processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali sono o potrebbero essere esposti, e di adeguati meccanismi di controllo interno, ivi comprese valide procedure amministrative e contabili nonché politiche e prassi di remunerazione che riflettano e promuovano una sana ed efficace gestione del rischio». Ancora, l'art. 79, lett. a), sancisce che le autorità competenti devono assicurare che «la concessione dei crediti si basi su criteri solidi e ben definiti e che il processo per l'approvazione, la modifica, il rinnovo e il rifinanziamento dei crediti sia definito in modo chiaro».

Alle disposizioni appena evocate viene data attuazione agli artt. 53, 67 e 108 del TUB inerenti alla vigilanza regolamentare su banche, gruppi bancari e altri intermediari e in cui viene delegata Banca d'Italia a disciplinare nel dettaglio i presidi organizzativi individuati dalla Direttiva²⁷⁴. Banca d'Italia ha dato attuazione alla delega emanando la circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, per le banche e i gruppi bancari, e la n. 288 del 13 aprile 2015 per gli altri intermediari finanziari. Le disposizioni speciali ivi contenute²⁷⁵ inerenti a particolari categorie di rischio

²⁷⁴ E. CECCHINATO, *Note sulla disciplina della verifica del merito creditizio: per una sua rilettura alla luce della buona fede precontrattuale*, cit., 463.

²⁷⁵ Secondo un certo indirizzo dottrinale, le autorità di vigilanza, in materia di amministrazione e controllo della società bancaria, godrebbero di un vero e proprio potere normativo “derogatorio” della normativa di rango primario. La legittimazione di tale potere andrebbe rintracciata nell'art. 53, comma 1, lett. *d*, t.u.b. e nella legislazione europea (dir. 2013/36/UE; reg. (UE) 1024/2013), disposizioni che conferiscono ai provvedimenti di Banca

specificano, per quanto attiene al rischio di credito e di controparte²⁷⁶, che in sede di concessione di credito debba essere acquisita «tutta la documentazione necessaria per effettuare un'adeguata valutazione del merito di credito del prenditore (si intende, consumatore o non consumatore) sotto il profilo patrimoniale e reddituale, e una corretta remunerazione del rischio assunto. La documentazione deve consentire di valutare la coerenza tra importo, forma tecnica e progetto finanziato; essa deve inoltre permettere l'individuazione delle caratteristiche e della qualità del prenditore, anche alla luce del complesso delle relazioni intrattenute. Le procedure di sfruttamento delle informazioni devono fornire indicazioni circostanziate sul livello di affidabilità del cliente (ad es., attraverso sistemi di *credit scoring* e/o di *rating*). Nel caso di affidamenti ad imprese, sono acquisiti i bilanci (individuali e, se disponibili, consolidati), le altre informazioni desumibili dalla Centrale dei Bilanci e ogni altra informazione, significativa e rilevante, per valutare la situazione aziendale attuale e prospettica

d'Italia la forza di atti aventi forza di legge. Conseguenza di un tale ragionamento sarebbe quella di intravedere nelle disposizioni di vigilanza la capacità di imporre delle deroghe al diritto comune al fine di assicurare assetti efficaci e idonei ad un esercizio accentrato della vigilanza. Sul punto, si v. S. CICERI, *Sindaci e amministratori non esecutivi a confronto nel sistema "policentrico" dei controlli societari*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 6, 2023, 1529 ss.; A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Rivista ODC*, 2, 2017, 12 ss; *contra* M. DE POLI, *Amministratori non esecutivi di banca e violazione del dovere di agire in modo informato*, in *Giurisprudenza Comm.*, 2022, 3, 458 s., per il quale «le disposizioni di vigilanza vanno interpretate, nel dubbio, in modo conforme non solo al loro referente codicistico più immediato, ossia la citata seconda parte dell'art. 2381, comma 6, c.c., ma anche ad altri meno prossimi, come il comma 1 dello stesso art. 2381 c.c. e l'art. 2380-bis, comma 3, c.c.».

²⁷⁶ Si v. Circ. n. 285/2013 (XXXXIV agg.), parte I, tit. IV, cap. 3, all. A, § 2.

dell'impresa, anche di carattere qualitativo (validità del progetto imprenditoriale, assetti proprietari, esame della situazione del settore economico di appartenenza, situazione dei mercati di sbocco e di fornitura, ecc.)²⁷⁷. Nel caso in cui l'affidato faccia parte di un

²⁷⁷ Infatti, se nel credito al consumo rilevanza primaria è data al reddito e al patrimonio finanziario della persona fisica, con riferimento alle imprese, invece, viene presa in considerazione, oltre al bilancio, ogni altra informazione significativa e rilevante per valutare la situazione aziendale, non solo attuale ma anche prospettica dell'impresa, anche di carattere qualitativo. In tal senso, la valutazione del merito creditizio dell'impresa attiene ad una indagine sul valore del progetto imprenditoriale (il *business plan*), degli *asset* proprietari, all'esame della situazione del settore economico di appartenenza e l'attitudine a ingenerare flussi di cassa futuri che non si limitano soltanto ai dati statici rendicontati nel bilancio, e quindi variabili non sempre ponderabili, quali le finalità dell'investimento sottese alla domanda di finanziamento o la previsione di quanto dell'investimento rappresenterà il futuro ritorno. L'importanza di una visione prospettica, invero, coinvolge anche i principi contabili: sul punto, si consenta di rinviare a F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio e finanza d'impresa. Recenti evoluzioni e possibili applicazioni*, Milano, 2023, 15-20 ss. per una riflessione sulla centralità del principio contabile IFRS 9 che ha realizzato, nel sostituire lo IAS 39, la «determinazione degli accantonamenti per riduzione di valore in base al modello contabile delle perdite attese su crediti (*expected credit loss*, ECL) anziché in base al modello delle perdite sostenute, come indicato dallo IAS 39». Sul punto, si v. ODCEC Milano, Commissione Finanza e controllo di gestione, *Rating Advisory – Linee guida per il monitoraggio proattivo del merito creditizio e l'assegnazione del rating d'impresa*, 21 dicembre 2015, 22, per cui l'obiettivo prefissato con il nuovo standard consiste nel «superare il *gap* esistente tra i principi contabili attualmente in vigore e i criteri di *risk management* imposti da Basilea 2 e 3, utilizzando criteri di previsione *ex ante* delle perdite attese su tutto l'arco temporale di vita residua del finanziamento». Si v., inoltre BCE, *Asset Quality Review Phase 2 Manual*, giugno 2018, per cui «The revised manual takes into account the new approach set out in IFRS 9 to impairments of bank assets and classifying financial instruments. The assessment of provision levels on credit exposures follows the IFRS 9 staging model, which introduces the concept of “significant increase in credit risk since initial recognition” of a financial instrument, and the related newly introduced forward-looking approach to provisioning»; AIFIRM, *Il principio contabile IFRS 9 in banca: la prospettiva del*

gruppo, la valutazione tiene conto anche della situazione e delle prospettive del gruppo nel suo complesso.

Al fine di conoscere la valutazione degli affidati da parte del sistema bancario le banche utilizzano, anche nella successiva fase di controllo andamentale e monitoraggio delle esposizioni, le informazioni fornite dalla Centrale dei Rischi. Le deleghe in materia di erogazione del credito devono risultare da apposita delibera dell'organo con funzione di supervisione strategica e devono essere commisurate alle caratteristiche dimensionali della banca. Nel caso di fissazione di limiti "a cascata" (quando, cioè, il delegato delega a sua volta entro i limiti a lui attribuiti), la griglia dei limiti risultanti deve essere documentata. Il soggetto delegante deve inoltre essere periodicamente informato sull'esercizio delle deleghe, al fine di poter effettuare le necessarie verifiche».

La collocazione delle disposizioni appena richiamate all'interno del titolo dedicato al governo societario, controlli interni e gestione dei rischi, nonché il loro tenore letterale deporrebbe²⁷⁸ nel senso che

Risk Manager, Position paper n. 8, 2016, 8, per cui il principio IFRS 9 consiste in un «modello caratterizzato da una visione prospettica, che può richiedere la rilevazione immediata di tutte le perdite previste nel Corso della vita di un credito. Tali perdite vanno stimate sulla base di informazioni supportabili, disponibili senza oneri o sforzi irragionevoli, e che includano dati storici attuali e prospettici». Sempre in chiave prospettica, va segnalato che la stessa nozione di crisi di cui all'art. 3, comma 1 e 2 del C.C.I.I., incentrata sul canone di probabilità, suggerisce l'adesione al principio di prevenzione dei rischi finanziari.

²⁷⁸ F. SARTORI, *op. cit.*, 586 s., secondo cui: «vero è che le banche mantengono costantemente, quale requisito patrimoniale in relazione ai rischi di perdita per inadempimento dei debitori (rischio di credito), un ammontare del patrimonio di vigilanza [...], di qui la necessità di operare "scelte di erogazione" avendo quale unico obiettivo la tutela della stabilità e dell'efficienza allocativa»; F.

la verifica del merito creditizio, più che essere imposta nell'interesse del cliente²⁷⁹, pare funzionale a tutelare interessi di varia natura, tra cui, in particolare, la sana e prudente gestione²⁸⁰ riferita al rischio di credito e di controparte e, più in generale, il corretto ed efficiente funzionamento del

CIRAOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità), diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, I, nota 15; E. CECCHINATO, *op. cit.*, 463.

²⁷⁹ Per quanto riguarda la normativa sulla valutazione del merito creditizio del cliente consumatore, invece, le disposizioni (richiamate in nota 272) sono riconducibili alla normativa sulla trasparenza e perciò costituiscono un obbligo da adempiere nell'interesse del cliente consumatore.

²⁸⁰ Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, con nota di A. A. DOLMETTA, *Merito del credito e concessione abusiva. Dopo Cass. n. 18610/2021*, in *www.dirittobancario.it*, secondo cui: «Al centro – è da osservare, pure in via di sviluppo degli assunti della richiamata decisione – sta la regola di «sana e prudente gestione» (artt. 5 e 127 t.u.b.): da intendere, oggi, non più come pura regola di governo dell'attività di impresa e della sua efficienza (secondo quanto concepita in origine), ma altresì nei termini di «clausola generale», quale medio specificativo di principi generali in via diretta intesi a regolare i rapporti correnti tra privati (l'arresto lega la clausola di «sana e prudente gestione» al principio del *nemimen laedere*, ma non diverso discorso può essere ripetuto per il canone della buona fede oggettiva e dei doveri di protezione che ne derivano, secondo il cenno esplicitato nel paragrafo precedente). Col che – va per altro verso anche segnalato –, lo stesso rapporto in essere tra i privati viene, a sua volta, a manifestarsi pure come strumento di controllo (mediato e ulteriore rispetto a quello, diretto, che è compito della Vigilanza) della correttezza ed efficienza dell'attività di impresa esercitata dal finanziatore»; Trib. Palermo, 10 agosto 2021, n. 3308, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, secondo cui la banca «deve seguire i principi di sana e prudente gestione valutando (art. 5 del T.u.b.) il merito di credito in base a informazioni adeguate».

circuito del credito²⁸¹ nonché la stabilità del sistema bancario-finanziario nel suo complesso²⁸².

La valutazione del merito di credito del cliente non consumatore, essendo funzionale a garantire la sana e prudente gestione dell'intermediario, e ciò nell'interesse dei suoi *stakeholders* e del sistema finanziario, costituirebbe pertanto un dovere. Tale conclusione pare confermata dalla previsione dell'art. 144 TUB²⁸³, la quale,

²⁸¹ Si pensi, infatti, all'ipotesi di un istituto di credito che, non valutando adeguatamente l'elevata rischiosità di un impiego, sia costretto, nell'alveo delle disposizioni di primo pilastro, ad effettuare un maggior accantonamento di capitale, con conseguente contrazione delle risorse da poter destinare al finanziamento di altri soggetti.

²⁸² Si pensi agli *Structured Investment vehicles* (o SIV) e alle conseguenze che possono derivare a livello sistemico a seguito di una gestione sconsiderata del credito i cui rischi vengono, poi, trasferiti al mercato.

²⁸³ Ai sensi del primo comma, lett. a) dell'articolo in commento: «1. Nei confronti delle banche, degli intermediari finanziari delle società di partecipazione finanziaria, delle società di partecipazione finanziaria mista, delle rispettive capogruppo e dei soggetti ai quali sono state esternalizzate funzioni aziendali [essenziali o importanti], nonché di quelli incaricati della revisione legale dei conti, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 30.000 fino al 10 per cento del fatturato e, nei confronti degli istituti di pagamento e degli istituti di moneta elettronica e dei soggetti ai quali sono state esternalizzate funzioni aziendali essenziali o importanti, nonché di quelli incaricati della revisione legale dei conti, fino al massimale di euro 5 milioni ovvero fino al 10 per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a euro 5 milioni e il fatturato è disponibile e determinabile, per le seguenti violazioni: a) inosservanza degli articoli 18, comma 4, 26, 28, comma 2-ter, 34, comma 2, 35, 49, 51, 52, 52-bis, 53, 53-bis, 53-ter, 54, 55, 60-bis, commi 1 e 4, 61, 64, commi 2 e 4, 66, 67, 67-ter, 68, 69.1, 69.2, 69.3, commi 2 e 8, 69-quater, 69-quinquies, 69-sexies, 69-octies, 69-novies, 69-sexiesdecies, 69-noviesdecies, 69-viciessemel, 108, 109, comma 3, 110 in relazione agli articoli 26, 52, 61, comma 5, 64, commi 2 e 4, 114-quinquies.1, 114-quinquies.2, 114-quinquies.3, in relazione agli articoli 26 e 52, 114-octies, 114-undecies in relazione agli articoli 26 e 52, 114-

infatti, sanziona l'inosservanza delle disposizioni emanate da Banca d'Italia in attuazione della delega contenuta agli artt. 53, 67 e 108 TUB. Tale dovere, non esplicando alcun effetto nel rapporto debitore-creditore rileva, quindi, come fatto "pubblicistico"²⁸⁴ ed è incapace di assurgere ad obbligo verso la clientela, diversamente da ciò che accade nella disciplina consumeristica²⁸⁵, laddove la verifica del merito creditizio «è il primo di una serie di obblighi precontrattuali collegati e volti alla tutela di un soggetto che il legislatore presume bisognoso di protezione, il consumatore»²⁸⁶. Al netto della considerazione che, così argomentando, le tutele verrebbero differenziate in considerazione non dell'effettiva conoscenza del cliente in merito alla propria posizione economico finanziaria e ai meccanismi del contratto ma in base allo scopo del

duodecies, 114-terdecies, 114-quaterdecies, 114-octiesdecies, 129, comma 1, 145, comma 3, 146, comma 2, 147, o delle relative disposizioni generali o particolari impartite dalle autorità creditizie».

²⁸⁴ F. SARTORI, *op. cit.*, 586, secondo cui: «Obiettivo (i.e. la necessità di operare "scelte di erogazione" avendo quale unico fine la tutela della stabilità e dell'efficienza allocativa) tutelato efficacemente in sede di vigilanza ispettiva da un rigorosissimo sistema sanzionatorio a maglie strette che, in prospettiva di deterrenza, costituisce un robusto incentivo alla prudenza o meglio (certamente è il caso delle imprese in difficoltà) all'astensione. [...] il rispetto del coefficiente richiamato e, più in generale, la regola della sana e prudente gestione non incidono sulla validità dei contratti stipulati».

²⁸⁵ Trib. Macerata, 24 maggio 2018, in *Nuova giur. comm.*, 2018, I, 1434 s., con nota di F. SALERNO, *La violazione dell'obbligo di verifica del merito creditizio: effetti (anche) civilistici*, 1423 ss, secondo cui: «In tale ottica, l'art. 124-bis TUB si attegga a norma conformatrice dell'attività professionale del finanziatore, il quale ha, tra gli altri obblighi di condotta, anche quello di verificare il merito creditizio del consumatore, cui è, corrispondentemente, assegnato un vero e proprio diritto soggettivo alla valutazione».

²⁸⁶ E. CECCHINATO, *op. cit.*, 462.

prestito²⁸⁷ – potendo benissimo verificarsi l’ipotesi di una piccola-media impresa priva di esperienza finanziaria e non consapevole dei meccanismi contrattuali necessari ad ottenere un prestito e che, tuttavia, nel concreto, necessiterebbe del medesimo grado di protezione di cui beneficia il consumatore²⁸⁸ – potrebbe configurarsi un vero e proprio obbligo di valutare il merito creditizio del cliente non consumatore muovendo non dalla normativa di settore contenuta nel t.u.b. quanto, invece, dalla buona fede precontrattuale e, perciò, dall’art. 1337 del codice civile²⁸⁹, secondo cui: «Le parti, nello svolgimento delle trattative

²⁸⁷ Infatti, il *discrimen* viene infatti tracciato partendo dalla nozione di consumatore di cui agli artt. 120-*quinquies*, comma 1, lett. b), e 121, comma 1, lett. b), t.u.b., ossia quella «persona fisica che agisce per scopi estranei all’attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta».

²⁸⁸ *Contra* si v. G. P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica della giurisprudenza più recente)*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 6, 2019, 823, secondo cui il principio di coerenza tra esito dell’istruttoria e decisione sull’erogazione in tema di credito immobiliare al consumo (di cui all’art. 120-*undecies* t.u.b.), considerato estensibile al credito al consumo in generale, non pare potersi applicare anche al credito alle imprese, in quanto «disposizioni analoghe agli artt. 124, comma 5 e 124-*bis*, t.u.b. non sono state previste quando la controparte è un’impresa e nel silenzio normativo appare difficile ricavare a carico della banca dei doveri di protezione simili nei rapporti con le imprese, anche perché le imprese non sono normativamente considerate come parte debole del rapporto negoziale. [...] Aver regolamentato una specifica procedura di verifica del merito creditizio nel solo *corpus* normativo dedicato ai consumatori depone contro la sua estensibilità al finanziamento alle imprese. Per la stessa ragione non appare neppure possibile pervenire al riconoscimento di una forma di responsabilità precontrattuale della banca facendo leva sul più generale art. 1337 c.c., applicabile anche nei rapporti con le imprese».

²⁸⁹ Altra dottrina (si v. F. CIRAIOLO, *op. cit.*, 322, nota 15), invece, fonda l’obbligo della valutazione del merito creditizio non muovendo dal principio buona

e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede».

Una parte della dottrina²⁹⁰, infatti, ritiene che l'importanza della valutazione del merito creditizio – attività che soddisfa sicuramente esigenze connesse all'organizzazione interna dell'intermediario e, perciò, funzionale alla sana e prudente gestione nonché alla stabilità del sistema finanziario – possa apprezzarsi anche sul piano della relazione pre-negoziale tra banca e cliente²⁹¹, in quanto capace di introdurre, per la prima, un dovere di comportamento posto a tutela (e nell'interesse) dei soggetti richiedenti il finanziamento²⁹². Di qui non solo l'obbligo di valutare in modo professionalmente corretto la sostenibilità del finanziamento richiesto (e, cioè, sulla base di tutte le informazioni disponibili, senza errori o carenze metodologiche), ma anche la necessità di informare analiticamente²⁹³ (v. *infra* in questo paragrafo) la controparte sui risultati dell'istruttoria. Tale dovere di comportamento

fede di cui all'art. 1337 c.c., quanto già dalla normativa di settore, primaria e secondaria, ancorata al generale principio della sana e prudente gestione di cui all'art. 5 t.u.b.

²⁹⁰ E. CECCHINATO, *op. cit.*, 466; F. CIRAIOLO, *op. cit.*, 334 e 341; F. TRAPANI, *Riflessioni sulla verifica del merito creditizio dei soci di banche cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 5, 2023, 702.

²⁹¹ Secondo un'ottica, quindi, bidirezionale, essendo «teso da un lato alla tutela della generale stabilità del mercato creditizio, dall'altro incidentalmente anche alla tutela della situazione economico-patrimoniale del sovvenuto considerato, nell'ottica della relazione con l'intermediario bancario, “contraente debole”» (F. TRAPANI, *op. cit.*, nota 10).

²⁹² Per una analisi sulla natura contrattuale ed extracontrattuale della responsabilità da concessione illegittima del credito, si v. A. PARROTTA, A. RACCA, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Riv. Dir. Pen. Glob.*, 2016, al seguente indirizzo: <https://www.dirittopenaleglobalizzazione.it/la-responsabilita-della-banca-nellerogazione-del-credito/>; Cass., 28 marzo 2006, n. 7030, in *OneLegale*.

²⁹³ Invero, il dovere di informare l'altra parte sulle circostanze di rilievo che attengono all'affare è una tipica espressione della buona fede nelle trattative.

assurge a vero e proprio obbligo precontrattuale che l'istituto di credito deve adempiere con la diligenza qualificata dallo stesso esigibile *ex art. 1176, comma 2, c.c.*, secondo cui: «Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata»²⁹⁴.

I contorni di tale diligenza ben potrebbero essere tracciati sul solco dalle *best practices* contenute negli Orientamenti dell'ABE del 29 maggio 2020 (su cui v. *infra* §III, 2.1) che, tuttavia, essendo fonte di *soft law*, comunque lascerebbero libero l'intermediario di discostarsene secondo la regola del “*comply or explain*”²⁹⁵.

²⁹⁴ Cass., 12 giugno 2007, n. 13777 in *OneLegale*, secondo cui «Svolgendo attività professionale, la banca deve adempiere tutte le obbligazioni assunte nei confronti dei propri clienti con la diligenza particolarmente qualificata dell'accorto banchiere, non solo con riguardo all'attività di esecuzione di contratti bancari in senso stretto, ma anche in relazione ad ogni tipo di atto o di operazione oggettivamente espliciti»; F. CIRIOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità, diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, II, 340 ss. il quale sottolinea come l'orientamento riportato sia coerente all'indirizzo giurisprudenziale (Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *OneLegale*) secondo cui la violazione dei doveri di comportamento dell'intermediario, se riferibile alla fase precedente o coincidente con la stipula del contratto, è fonte di una responsabilità precontrattuale.

²⁹⁵ Si v. Part. 16, par. 3, del regolamento (UE) n. 1093/2010 istitutivo dell'ABE, secondo cui «Le autorità e gli istituti finanziari competenti compiono ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni. Entro due mesi dall'emanazione di un orientamento o di una raccomandazione, ciascuna autorità nazionale di vigilanza competente conferma se è conforme o intende conformarsi all'orientamento o alla raccomandazione in questione. Nel caso in cui un'autorità competente non sia conforme o non intenda conformarsi, ne informa l'Autorità motivando la decisione. L'Autorità pubblica l'informazione secondo cui l'autorità

Volendo sintetizzare gli arrivi dottrinali citati (che invero trovano un riscontro nella comunicazione di Banca d'Italia del 22 ottobre 2007 secondo cui, qualora l'istituto di credito decida, nell'ambito della propria autonomia gestionale, di respingere una richiesta di finanziamento, questo dovrà fornire sollecito riscontro al cliente e fornirgli indicazioni sulle motivazioni che lo hanno indotto a non accogliere la richiesta di credito), la buona fede, richiedendo alle parti di comportarsi lealmente e, inoltre, di attivarsi per salvaguardare l'utilità dell'altra nei limiti di un apprezzabile sacrificio²⁹⁶ – e ciò anche per garantire che vi sia coerenza tra l'operazione privata, ancora in fase di trattativa, e le finalità generali perseguite dall'ordinamento²⁹⁷ – impone al cliente, da un lato, di collaborare nel corso dell'istruttoria svolta dall'intermediario, attività funzionale alla comprensione del rischio di credito connesso all'operazione, e, perciò, fornirgli non solo le informazioni

competente non è conforme o non intende conformarsi agli orientamenti o alla raccomandazione. L'Autorità può anche decidere, caso per caso, di pubblicare le ragioni fornite da un'autorità competente riguardo alla mancata conformità all'orientamento o alla raccomandazione in questione. L'autorità competente riceve preliminarmente comunicazione di tale pubblicazione. Ove richiesto dall'orientamento o dalla raccomandazione in questione, gli istituti finanziari riferiscono, in maniera chiara e dettagliata, se si conformano all'orientamento o alla raccomandazione in parola».

²⁹⁶ Sulla responsabilità precontrattuale, si v. C. M. BIANCA, *Diritto civile*, III, Milano, II ed., 2000, 162, secondo cui la violazione dei doveri di buona fede nelle trattative e nella formazione del contratto configura una ipotesi di responsabilità precontrattuale, in particolare: «La buona fede esprime il principio della solidarietà contrattuale e si specifica nei due fondamentali aspetti della lealtà e della salvaguardia. [...] Obblighi tipici di buona fede nella fase precontrattuale sono, sotto il profilo della lealtà, gli obblighi di *a*) informazione, *b*) chiarezza e *c*) segreto e, sotto il profilo della salvaguardia, *d*) l'obbligo del compimento degli atti necessari per la validità ed efficacia del contratto».

²⁹⁷ Tra queste, va sicuramente evocato il principio di solidarietà economica e sociale di cui all'art. 2 Cost.

richieste ma anche quelle che gli possono essere utili²⁹⁸; dall'altro, richiederà all'intermediario di rappresentare al cliente le criticità che l'istruttoria ha palesato nonché di fornirgli gli opportuni chiarimenti qualora si renda conto che il secondo non è pienamente consapevole della circostanza che il prestito risulta incompatibile rispetto alle sue effettive capacità restitutorie: l'interesse del cliente, infatti, «non è solo quello di ricevere denaro in prestito ma altresì che il prestito stesso sia sostenibile»²⁹⁹. L'intermediario, lo si ripete, dovrà anche comunicare al cliente, in maniera analitica, il

²⁹⁸ Ciò vale, ovviamente, anche nel corso del rapporto, valorizzando il dispositivo dell'art. 2086 c.c., per come novellato dall'art. 375 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: la previsione di procedure e flussi informativi adeguati per intercettare precocemente il deterioramento della qualità dei crediti pare infatti in linea con la richiesta per le imprese di dotarsi di un «assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

²⁹⁹ E. CECCHINATO, *op. cit.*, 471. A giudizio dell'Autore citato, l'interesse del cliente a ottenere un finanziamento che sia sostenibile si dovrebbe evincere dalla: *i*) normativa consumeristica (sul punto, si v. Trib. Torino, 14 aprile 2022 in *OneLegale*, secondo cui la norma dell'art. 124-bis T.U.B. «pone in capo all'impresa finanziatrice l'obbligo di vagliare il merito creditizio del consumatore al fine di tutelare lo stesso cliente, che deve essere posto nelle condizioni di prendere una decisione informata e consapevole»); *ii*) disciplina in materia di prevenzione e gestione del sovraindebitamento e della crisi d'impresa rivolta a soggetti diversi dal consumatore quali il professionista, l'imprenditore minore e la *start-up* innovativa (si v. art. 80, comma 4, del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14; con riferimento all'omologa del piano del consumatore, invece, si v. l'art. 69, comma 2, nonché M. SPADARO, *Orientamenti giurisprudenziali di merito. Omessa valutazione del merito creditizio per mancata consultazione delle banche dati a disposizione dei soggetti finanziatori*, in *Fall.*, 2023, 5, 711).

risultato dell'istruttoria così da mettere quest'ultimo nelle condizioni di comprendere le ragioni del costo del credito, della richiesta di garanzie ovvero dell'eventuale diniego del prestito e, quindi, adoperarsi per rimuoverle, nonché permettergli di segnalare eventuali errori nell'istruttoria (si pensi al caso, ad es., in cui l'intermediario abbia trascurato la documentazione reddituale prodotta a supporto della domanda di credito, o abbia ritenuto erroneamente esistenti segnalazioni negative del nominativo del richiedente nei sistemi di informazione creditizia³⁰⁰).

Precisando che quest'obbligo non sarebbe condizionato al mero rilievo che il cliente non è in possesso della competenza

³⁰⁰ F. CIRAIOLO, *op. cit.*, 339 s. Si precisa che, in ossequio all'art. 41 Cost., all'intermediario non può essere contestato come abbia valutato nel merito i dati esaminati in virtù del principio di insandacabilità delle scelte creditizie (sul punto v. ABF Bari, 17 novembre 2020, 20376, in www.arbitrobancariofinanziario.it, secondo cui: «Per giurisprudenza consolidata l'Arbitro non può sostituirsi all'intermediario nella suddetta valutazione (i.e. la valutazione del merito creditizio)»; ABF Napoli, 26 agosto 2015, n. 6128, *ivi*, secondo cui: «i Collegi ABF, in senso conforme, hanno più volte affermato che una valutazione del cosiddetto “merito creditizio”, costituisce prerogativa dell'istituto erogante e che una conclusione diversa finirebbe per violare la libertà negoziale dell'intermediario, ossia la scelta di addivenire o meno alla conclusione dell'accordo»; ABF Milano, 21 febbraio 2013, n. 995, *ivi*, secondo cui: «un obbligo generale di far credito è certamente estraneo allo statuto delle imprese bancarie, la cui attività deve ispirarsi ai principi di una “sana e prudente gestione” e deve essere esercitata avendo riguardo “alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario”»). In dottrina, tuttavia, non mancano opinioni di contrario avviso: si v. F. SARTORI, *op. cit.*, 599 ss. Il richiamo alla diligenza del *bonus argentarius* risulta particolarmente importante nel caso in cui dall'istruttoria e dall'informativa che ad essa vengono commessi errori dall'intermediario, ad es. errori nella procedura, come un errore di calcolo; contraddizione tra il giudizio dell'intermediario e i dati esaminati; mancata considerazione di dati rilevanti nella valutazione.

necessaria a comprendere da sé le proprie capacità restitutorie, visto che un interesse a migliorare il proprio merito creditizio o segnalare errori nella valutazione del merito creditizio può nutrirlo anche il soggetto che le competenze necessarie le possiede, a questo punto, per completezza, occorre operare qualche breve considerazione intorno ai possibili rimedi azionabili dal cliente nel caso in cui: *i)* l'intermediario neghi la concessione del prestito; *ii)* l'intermediario conceda il prestito che poi si rivela insostenibile.

Nella prima ipotesi, laddove l'intermediario non abbia concesso il prestito³⁰¹ e *a)* non abbia svolto l'istruttoria né fornito un valido motivo rispetto alla propria decisione³⁰²; o, *b)* pur

³⁰¹ Sul punto, si v. D. POLETTI, *La responsabilità della banca per diniego del credito nelle decisioni dell'arbitro bancario finanziario*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 5, 2014, 1423, secondo cui: «La discrezionalità tecnica di cui indiscutibilmente gli intermediari dispongono nell'esercizio dell'attività creditizia non può che svolgersi all'interno del perimetro segnato dai limiti di correttezza, buona fede e specifico grado di professionalità che l'ordinamento loro richiede; il che rende certamente sindacabile, limitatamente a tali profili, la condotta degli stessi nello svolgimento di tale attività e ciò anche per quanto concerne la fase precontrattuale [...] Non già il diniego del credito, ma il comportamento tramite il quale si perviene a tale diniego, costituisce *ex se* la fonte di un possibile obbligo risarcitorio»; v. anche ABF, 19 gennaio 2011, n. 1056 in *www.arbitrobancariofinanziario.it*, secondo cui: «Il rifiuto della banca di accordare il finanziamento al cliente non è, in quanto tale, atto a fondare alcuna pretesa risarcitoria di quest'ultimo nei confronti della banca; fonte di responsabilità potrebbe però essere il comportamento tenuto dalla banca nel corso dell'istruttoria preliminare alla concessione del mutuo o del fido».

³⁰² Sul livello di analiticità delle motivazioni, si v. ABF, 29 novembre 2013, n. 6182, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*, secondo cui: «La specificità dell'indicazione delle motivazioni di esclusione del cliente dal credito si presenta, allora, come profilo imprescindibile della doverosa funzione che le risposte dell'intermediario sono destinate ad assumere ai fini dell'orientamento del cliente stesso nei suoi rapporti di

avendo svolto la valutazione del merito creditizio e pur avendo questa avuto esito positivo, neghi la concessione del finanziamento senza fornire alla controparte alcuna giustificazione dopo aver ingenerato in capo a questa la ragionevole aspettativa di ricevere il prestito³⁰³, verrebbe integrata la fattispecie del recesso ingiustificato dalle trattative che configura, come detto, una ipotesi di responsabilità precontrattuale dell'istituto di credito per violazione degli obblighi di buona fede *ex art. 1337 c.c.* L'istituto creditizio sarà tenuto solamente al risarcimento del danno *ex art. 1218 c.c.*³⁰⁴, non essendo configurabili in capo alla sua controparte rimedi per ottenere

credito presenti e futuri. Conseguentemente, è da ritenere indiscutibile l'attuale sussistenza di un diritto del cliente a ricevere indicazioni, anche se di carattere generale (in quanto applicazione di criteri elaborati per la generalità della clientela), ma pur sempre adeguatamente rapportate alle concrete circostanze individuali, circa le ragioni dell'eventuale diniego di credito».

³⁰³ Si v. Cass., 26 febbraio 2013, n. 4802 in *DeJure*, Cass. 29 marzo 2007, n. 7768 in *DeJure*.

³⁰⁴ E. CECCHINATO, *op. cit.*, 476; Cass. 14 settembre 2021, n. 24725 in *OneLegale*, secondo cui: «La responsabilità verso il fallito è a titolo precontrattuale *ex art. 1337 c.c.*, in quanto la banca avrà contrattato senza il rispetto delle prescrizioni speciali e generali che ne presidiano l'agire, dolosamente o colpevolmente disattendendo gli obblighi di prudente ed accorto operatore professionale ed acconsentendo alla concessione di credito in favore di un soggetto destinato, in caso contrario, ad uscire dal mercato; mentre si tratterà, più propriamente, di responsabilità contrattuale *ex art. 1218 c.c.*, ove sia imputata alla banca la prosecuzione di un finanziamento in corso. In entrambi i casi, vuoi che la condotta abusiva pregiudizievole si esprima nella violazione di obblighi specifici, vuoi che si realizzi nella violazione del generale obbligo di buona fede di cui all'*art. 1375 c.c.*, si tratta di responsabilità da inadempimento di un'obbligazione preesistente. Si discorra, quindi, di responsabilità contrattuale, in quanto sorta a fronte di obblighi intercorrenti tra soggetti determinati, e non extracontrattuale, quale forma non ricollegata alla mediazione di obblighi».

coattivamente il prestito³⁰⁵, nemmeno qualora il cliente possieda un elevato merito creditizio³⁰⁶, non essendosi, infatti, la banca

³⁰⁵ Sul punto, si v. E. CECCHINATO, *op. cit.*, 480; F. CIRAOLO, *op. cit.*, 327 ss. che non intravede né una deroga all'obbligo di valutare il merito creditizio del potenziale sovvenuto, né un obbligo per gli intermediari di stipulare contratti di finanziamento nemmeno nel caso dei mini-prestiti garantiti dal Fondo centrale di garanzia per le PMI italiane qualora l'impresa sovvenuta sia in possesso dei requisiti specificati dalla normativa emergenziale (in senso conforme, I. SABBATELLI, *op. cit.*, 65; F. TRAPANI, *op. cit.*, 706, sul tema anche R. FIORELLA, *Finanziamenti alle imprese assistiti da garanzia pubblica nell'emergenza pandemica: tipologia e profili applicativi*, in *Nuovi Leggi Civ. Comm.*, 5, 2021, 1126 ss.), perciò escludendo l'azionabilità del rimedio dell'esecuzione in forma specifica ex art. 2932 c.c. anche solo muovendo dal rilievo che, per giurisprudenza costante, l'azione in commento, postulando una «puntuale predeterminazione di tutti gli elementi dell'accordo non concluso», sarebbe infruttuosa dal momento che alcuni aspetti concreti del prestito (durata, tasso di interesse, costi) non sono specificati e non possono, in tal senso, sopperire le valutazioni discrezionali del giudice che, lo si ricorda, *non* ha diritto di conoscere le politiche commerciali dell'istituto di credito. Perplessità vengono avanzate anche con riferimento all'esperibilità del rimedio di cui all'art. 700 c.p.c. dal momento che non sussisterebbe né il requisito del *fumus boni iuris* (non esistendo alcun diritto al credito) né quello del *periculum in mora* (il pericolo, cioè, che non ottenendo il prestito l'attività produttiva finanzianda non sopravviverebbe, circostanza che, per assurdo, legittima l'istituto di credito a negare il prestito). Sotto tale profilo, è opportuno segnalare la mancanza di una previsione puntuale in merito alle regole concernenti le modalità esecutive della verifica (salvo quanto previsto dall'art. 6 D.M. n. 117 del 3 febbraio 2011 che, in attuazione dell'art. 124-*bis* t.u.b., secondo cui il corretto assolvimento della verifica del merito creditizio debba valutarsi «con riferimento alle procedure, le metodologie e le tecniche previsti ai fini della sana e prudente gestione», nonché la Circ. n. 285/2013 (XXXXIV agg.), parte I, tit. IV, cap. 3, all. A, § 2). In dottrina non manca, comunque, chi ritiene si possa ottenere coattivamente il prestito, sul punto si v. F. SARTORI, *op. cit.*, 600 ss., secondo cui «la banca è tenuta a erogare credito ai soggetti meritevoli».

³⁰⁶ Si v. anche R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 2, 359 ss., secondo cui «sembra che si possa profilare una funzione

obbligata a concedere il finanziamento³⁰⁷. Il danno risarcibile sarà limitato all'interesse negativo³⁰⁸, vale a dire alle spese sopportate dal cliente ai fini dell'istruttoria e alle occasioni perse a causa del comportamento dell'intermediario.

Nella seconda ipotesi, e cioè di concessione di un prestito poi rivelatosi insostenibile a un soggetto inconsapevole delle proprie condizioni economico-finanziarie, l'intermediario può *a)* non aver verificato preventivamente il merito creditizio della controparte, o averlo valutato in maniera negligente; *b)* aver effettuato la valutazione e soprasseduto al suo esito negativo concedendo comunque il finanziamento. Si tratterebbe, sempre, di una responsabilità (precontrattuale) riconducibile all'art. 1218 c.c. che origina da una condotta in violazione dell'obbligo della buona fede. A questo punto si hanno due scenari: *i)* se l'illecito precontrattuale dell'intermediario ha indotto il cliente a stipulare un contratto che altrimenti non avrebbe concluso, allora il danno risarcibile corrisponde al contenuto del contratto³⁰⁹; *ii)* se l'illecito precontrattuale ha inciso unicamente sul

ossia un ufficio (di diritto privato) della banca al quale corrisponde un diritto del cliente al suo corretto esercizio e, a garanzia della giustiziabilità di tale diritto, un obbligo di motivazione delle scelte effettuate».

³⁰⁷ F. TRAPANI, *op. cit.*, nota 30, secondo cui: «la valutazione di solvibilità di un'impresa per la concessione del credito è interamente rimessa alla discrezionalità della banca che deve uniformarsi esclusivamente alle disposizioni di vigilanza bancaria, in quanto è assente una regolamentazione specifica a livello primario come in tema di credito al consumo».

³⁰⁸ Si v. C. M. BIANCA, *op. cit.*, 148 ss.; Cass., 10 giugno 2005, n. 12313 in *DeJure*; Cass., 23 marzo 2016, n. 5762 in *DeJure*.

³⁰⁹ Ferme le ipotesi di vizio del consenso, su cui si v. Trib. Macerata, 24 maggio 2018, *op. cit.*, 1429, secondo cui: «Non dovrebbero esservi dubbi, infatti, in merito all'astratta configurabilità di un vizio del consenso a seguito della violazione dell'obbligo di verifica del

contenuto del contratto ma non sulla determinazione del cliente a concluderlo, al cliente spetterà un risarcimento del danno pari al minor vantaggio o al maggior aggravio economico causato dal comportamento dell'intermediario³¹⁰. La dottrina evocata ritiene che l'importo del danno debba essere determinato in base al costo del credito che, nel primo caso, dovrebbe corrispondere agli interessi corrisposti e alle garanzie prestate³¹¹, e nel secondo, invece, andrebbe liquidato in via equitativa alla luce della difficoltà di individuare le diverse condizioni economiche che l'intermediario avrebbe riconosciuto al cliente, posto che le politiche commerciali decise dal primo non sono conoscibili né

merito creditizio, potendosi in particolar immaginare che, per garantire la libertà del consenso prestato dal contraente debole, il legislatore abbia ritenuto indispensabile la conoscenza da parte dello stesso degli esiti della verifica della sua solvibilità, imponendo obblighi informativi la cui inosservanza vizierebbe il consenso inducendo verso obbligazioni restitutorie che altrimenti non sarebbero state assunte. [...] L'ammissibilità di un annullamento del contratto per vizio del consenso è d'altra parte riconosciuta dalla stessa decisione in commento».

³¹⁰ E. CECCHINATO, *op. cit.*, 481; Cass., 6 febbraio 2023, n. 3503, in *DeJure*; Cass., 14 febbraio 2022, n. 4715, in *DeJure*; ma anche Cass., 23 marzo 2016, n. 5762, secondo cui: «qualora il danno derivi da un contratto valido ed efficace ma sconveniente, il risarcimento deve essere ragguagliato al minor vantaggio o al maggiore aggravio economico determinato dal contegno sleale di una delle parti, salvo la prova di ulteriori danni che risultino collegati a tale comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto».

³¹¹ Trib. Macerata, 24 maggio 2018, in *Nuova giur. comm.*, 2018, I, 1435, con nota di F. SALERNO, *La violazione dell'obbligo di verifica del merito creditizio: effetti (anche) civilistici*, secondo cui il danno «si sostanzia nella perdita patrimoniale che ella non avrebbe subito qualora la banca, all'esito della diligente verifica del merito creditizio, non fosse addivenuta alla avventata determinazione (evidentemente facendo affidamento sull'immobile ipotecato) di stipulare il mutuo. Essa, fermo evidentemente l'obbligo di restituire quanto ricevuto, corrisponde agli interessi convenzionali e di mora previsti dal contratto».

dal cliente né dal giudice³¹² ma sono una prerogativa esclusiva dell'intermediario in virtù della libertà d'iniziativa economica *ex art. 41 Cost.*

Si aggiunge, in conclusione, che non può essere intravisto alcun divieto di far credito laddove il prenditore goda di scarso merito creditizio, e ciò in quanto il principio della sana e prudente gestione, garantito dalle prescrizioni contenute nelle circolari di Banca d'Italia nn. 285/2013 e 288/2015, pur finalizzato a tutelare finalità generali, tra cui la stabilità del sistema economico-finanziario, è diretto alla *gestione* del rischio, nelle sue diverse configurazioni³¹³, non al suo *azzeramento*. Il principio evocato, pertanto, comporta che gli intermediari debbano essere in grado di identificare, monitorare e gestire efficacemente i rischi connessi all'esercizio del credito³¹⁴ e, così, laddove il richiedente il prestito sia una impresa con scarso merito creditizio, da un lato, internamente, implementare un sistema di presidi che minimizzi l'impatto di un eventuale inadempimento della prenditrice rispetto alla stabilità dell'istituto creditizio in ossequio alle

³¹² Non è dello stesso avviso F. CIRAIOLO, *op. cit.*, 326, e argomenti in tal senso possono essere tratti da Trib. Caltanissetta, 8 luglio 2020, *Riv. Trim. Dir. ec.*, 2020, 3, II, 128, con nota di D. ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel decreto "liquidità": note a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.*; specifica F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giustizia civ.*, 3, 2015, 606 ss. e 614-615, muovendo dall'istituto della abusiva concessione di credito, che ai fini dell'accertamento della responsabilità della banca per avere finanziato un soggetto insolvente o aver esercitato in modo arbitrario il recesso dal contratto di credito, l'interprete, chiamato a verificare i presupposti che ne hanno determinato le scelte operative, non può che entrare nel merito verificando fatti e circostanze di causa e qualificando la condotta dell'intermediario in base agli *standard* tecnici dettati dalla normativa di settore.

³¹³ Si v. l'art. 53 del t.u.b.

³¹⁴ E. CECCHINATO, *op. cit.*, 486.

disposizioni del CRD IV *Package* di primo e secondo pilastro (su cui v. *supra* §II, 6), dall'altro lato, sul piano della contrattazione, prevedere una corretta remunerazione del rischio assunto, il rilascio di adeguate garanzie, l'inserimento di clausole (c.d. *loan covenant*, su cui v. *infra* §IV, 2) che consentano all'intermediario di monitorare la situazione economico-finanziaria del prestatore e, eventualmente, di esercitare una certa ingerenza sull'attività di quest'ultimo.

Esprese le ragioni per cui non può rintracciarsi alcun divieto generale di far credito ai soggetti con scarso merito creditizio³¹⁵, va fatta un'ultima precisazione: laddove dalla violazione degli obblighi di verifica di merito creditizio e di informativa sui risultati dell'istruzione segua l'erogazione del finanziamento, qualora il finanziamento operato dall'istituto di credito all'impresa in

³¹⁵ Invero, ciò pare in linea con l'art. 22 del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (per cui il Tribunale può autorizzare il debitore a contrarre finanziamenti prededucibili funzionali alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori), e con l'art. 99 dello stesso decreto (per cui il debitore può chiedere al Tribunale l'autorizzazione a contrarre finanziamenti sotto qualsiasi forma e che siano funzionali all'esercizio dell'attività aziendale sino all'omologa del concordato preventivo o degli accordi di ristrutturazione dei debiti ovvero all'apertura e allo svolgimento di tali procedure e in ogni caso funzionali alla miglior soddisfazione dei creditori), nonché in linea con il precedente art. 182-*quinquies* L.Fall., tutte disposizioni che, lungi dal proibire all'intermediario di erogare un prestito nel caso in cui nutra dubbi sulle capacità restitutorie del prestatore, sembrano anzi guardare con un certo *favor* all'intervento dell'intermediario nel risanamento dell'impresa in difficoltà. Gli istituti di ordinario supporto ai *deficit* di liquidità delle imprese in crisi indicano il necessario spazio, anche ai sensi dell'art. 41 Cost., di un possibile e lecito finanziamento all'impresa in crisi, non solo nell'ambito dei negozi connotati da un formalizzato progetto di sostegno alle medesime, ma anche al di fuori di essi, sino al limite, tuttavia, in cui tali condotte finiscano per alterare – con colpa o dolo – «la correttezza delle relazioni di mercato e a costituire fattori di disinvoltata attitudine cd. Predatoria rispetto ad altro soggetto economico in dissesto» (cfr. Cass., 5 agosto 2020, n. 16706).

difficoltà sia diretto a mantenerla artificiosamente sul mercato in violazione dell'obbligo di non aggravarne lo stato di dissesto, integrandosi la fattispecie della abusiva concessione³¹⁶ di credito, il danno risarcibile si estenderebbe al decremento patrimoniale subito dall'impresa finanziata³¹⁷.

³¹⁶ Tale fattispecie è stata configurata dal diritto pretorio, anche muovendo dalla figura dell'abuso del diritto, si v., in particolare, G. P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli ultimi orientamenti della giurisprudenza recente)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 805 ss.; G. MINNITI, *La concessione abusiva del credito, un'introduzione*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 12 febbraio 2024; P. GOBIO CASALI, M. BINELLI, *Concessione abusiva di credito e responsabilità della banca dopo il codice della crisi*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 18 aprile 2023. In giurisprudenza, si v. la recente Cass., 27 ottobre 2023, n. 29840 in *OneLegale*, secondo cui: «L'erogazione del credito è qualificabile come “abusiva”, qualora effettuata, con dolo o colpa, ad un'impresa che si palesi in una situazione di difficoltà economico-finanziaria ed in assenza di concrete prospettive di superamento della crisi; in tale evenienza l'erogazione del credito integra un illecito del soggetto finanziatore, per esser questi venuto meno ai suoi doveri primari di prudente gestione, ed obbliga il medesimo soggetto al risarcimento del danno, ove ne discenda un aggravamento del dissesto favorito dalla continuazione dell'attività di impresa»; Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, in *OneLegale*, che precisa: «L'illecito è peraltro escluso ove il finanziatore, anche al di fuori degli istituti tipici apprestati per agevolare la ristrutturazione preventiva del debito o comunque la risoluzione della crisi, abbia operato allo scopo, ragionevolmente verificabile in una prognosi *ex ante* della sua condotta, orientato all'assunzione di un rischio non irragionevole, perché relativo ad un'impresa che possa realisticamente utilizzare la finanza in buona fede e per detto scopo di continuità aziendale o risanamento».

³¹⁷ Sulla possibilità del curatore di censurare l'abusività della concessione del credito, si v., *ex multis*, Cass., 18 gennaio 2023, n. 1387, in *ilcaso.it*; Cass., 14 maggio 2018, n. 11695, in *ilcaso.it*; Cass., 12 maggio 2017, n. 11798, in *Fall.*, 2017; Cass., 20 aprile 2017, n. 9983, in *ilcaso.it*. Il curatore farà valere la responsabilità dell'intermediario tramite un'azione di risarcimento, tuttavia qualora l'istituto di credito chieda l'ammissione al passivo, il curatore potrebbe, secondo certo orientamento, farla valere onde ottenere l'esclusione del credito bancario al passivo a fronte della natura abusiva della sua precedente erogazione *ex art. 2035 c.c.* Sul punto, si v., *ex multis*,

2. I fattori ESG nella valutazione del merito creditizio

Come detto in precedenza, le norme introdotte dal legislatore comunitario sulla finanza sostenibile mirano a creare un sistema virtuoso di incentivi che conferisca valore reputazionale al conseguimento di *standard* ESG da parte delle imprese finanziate, senza far ricorso, *sic et simpliciter*, ad alcun

Cass., 5 agosto 2020, n. 16706, in *OneLegale*; Trib. Vicenza, 19 maggio 2022, in *OneLegale*; Trib. Vicenza, 22 aprile 2021, in *OneLegale*, secondo cui, ai fini dell'applicazione della *soluti retentio* prevista dall'art. 2035 c.c. – che disciplina l'irripetibilità della prestazione eseguita in violazione del buon costume – le prestazioni contrarie al buon costume sono anche quelle che non rispondono ai principi e alle esigenze etiche costituenti la morale sociale in un determinato ambiente e in un certo momento storico, dovendosi, pertanto, ritenere contraria al buon costume (e come tale irripetibile), l'erogazione di somme di denaro in favore di un'impresa già in stato di decozione integrante un vero e proprio finanziamento che consente all'imprenditore di ritardare la dichiarazione di fallimento, incrementando l'esposizione debitoria dell'impresa trattandosi, infatti, di condotta preordinata alla violazione delle regole di correttezza che governano le relazioni di mercato e alla costituzione di fattori di disinvoltata attitudine predatoria nei confronti di soggetti economici in dissesto. In senso contrario, si v. E. CECCHINATO, *op. cit.*, 490, il quale precisa che l'art. 325 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (e il precedente art. 218 L. Fall.), sono disposizioni che, sanzionando penalmente gli amministratori, i direttori generali, i liquidatori e gli imprenditori esercenti un'attività commerciale che ricorrono o continuano a ricorrere al credito dissimulando il dissesto o lo stato di insolvenza, si riferiscono ai c.d. “reati in contratto” e che, pertanto, non sanzionano penalmente il perfezionamento del contratto in sé ma la condotta delle parti e perciò non rendono il primo invalido. Tuttavia, si segnala che ad essere censurata nelle pronunce giurisprudenziali richiamate non pare più solo il concorso della banca *ex art.* 2055 c.c. nella *mala gestio* degli amministratori e che ha provocato l'aggravamento del dissesto, quanto il fatto della concessione abusiva del credito *in sé* causata da una inadeguata valutazione del rischio creditizio (sul punto, si v. P. GOBIO CASALI, M. BINELLI, *op. cit.*, 5, autori che comunque esprimono perplessità riguardo tale ultimo arrivo giurisprudenziale).

divieto di finanziare imprese facenti parte della c.d. *brown economy* – viste le ovvie ricadute che previsioni del genere avrebbero, *in primis*, sulla libertà di iniziativa economica e, *in secundis*, per il tessuto industriale europeo – e ricorrendo, per lo più, ad obblighi di *disclosure*.

Al di là, tuttavia, delle finalità perseguite dalla politica dell'UE sulla transizione sostenibile, i fattori ESG, nella loro accezione di “rischio”, godono di una rilevanza nell'ambito della valutazione del merito creditizio che prescinde dalla positivizzazione di un obbligo normativo che richieda agli intermediari di verificare l'esposizione al rischio di sostenibilità della potenziale controparte e di integrare, all'interno dei protocolli interni riguardanti la gestione delle linee di credito costituendo ovvero già in essere, i fattori ESG. Tale rilevanza, verrebbe da ritenere, si fonda sull'interesse stesso dell'istituto di credito al profitto (nonché, ovviamente, sul principio della sana e prudente gestione che innerva, come si è visto *supra* §III, 1, anche la fase di valutazione - prudente - del rischio di controparte): l'attività di intermediazione creditizia, per poter essere profittevole, abbisogna della capacità degli organi interni all'istituto di identificare, monitorare e gestire efficacemente i rischi connessi all'esercizio del credito – di cui il rischio di controparte costituisce una specie – e, a tal fine, è essenziale identificare, monitorare e gestire efficacemente anche i rischi ESG del potenziale sovvenuto. Se si fa riferimento alla dimensione “obiettivo” dei fattori ESG, invece, non pare immediatamente intuitivo che impegni in tal senso presi dal potenziale prenditore rilevino, *sic et simpliciter*, nell'ambito della valutazione delle sue capacità restitutorie e, cioè, depongano per una maggior sostenibilità finanziaria e, quindi, per un

merito creditizio più elevato³¹⁸, salvo considerare tali impegni anch'essi funzionali alla riduzione del simmetrico rischio ESG³¹⁹: si provi ad immaginare un'impresa attenta al fattore "S", con ciò indicando un soggetto che, nell'esercitare la propria attività produttiva, promuove iniziative legate, ad es., al benessere dei lavoratori, e che decide di aumentarne il salario o di ridurre gli orari di lavoro a scapito della produttività e superando, in senso migliorativo per i dipendenti, le previsioni contenute nei contratti collettivi applicabili: isolate dal contesto di riferimento, queste

³¹⁸ Depone addirittura nel senso di una non diretta correlazione tra rischio ESG e rischio finanziario ABE, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 23 giugno 2021, 72, nota 127, dove si dice «There is not necessarily a systematic relationship between ESG scores and financial risk», che però aggiunge «not least given the low correlation between some of the ESG scores provided for the same company by different ESG providers».

³¹⁹ In tal senso AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., 64, per cui: «L'introduzione di "sconti" associati al profilo ESG diviene molto più agevole, sul piano concettuale e su quello della ricerca del consenso tra i policy-maker, se la presenza di caratteristiche virtuose sul piano ambientale, sociale o di governance può essere statisticamente associata a un minor pericolo di perdite future»; I. OIKONOMOU, C. BROOKS, S. PAVELIN, *The effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings*, in *The Financial Review*, 49, 1, 72 ss. secondo cui «The analysis, based on an extensive data set comprising more than 3000 bonds issued by 742 firms operating in 17 different industries, suggests that support for local communities, higher levels of marketed product safety and quality characteristics, and avoidance of controversies regarding the firm's workforce, can materially reduce the risk premia associated with corporate bonds and thus decrease the cost of corporate debt»; A. DEVALLE, S. FIANDRINO, V. CANTINO, *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, in *International Journal of Business and Management*, 12, 9, 2017, 61, secondo cui: «The enhancement of ESG commitments acts as a risk mitigation factor that indirectly reduces the overall risk of companies and consequently has practical implications on credit ratings and default probability».

iniziative si tradurrebbero solamente in un costo in più. Diventano, tuttavia, attività che influiscono positivamente nella valutazione del merito creditizio laddove non inficiando eccessivamente la redditività dell'impresa – e comunicandone puntigliosamente i dettagli al mercato³²⁰ - si dimostrino idonee a ridurre drasticamente la materializzazione di un rischio reputazionale provocato, per converso, da una politica interna che invece decida per la decurtazione del salario dei dipendenti o per un aumento degli orari di lavoro (rischio “S”).

Non per forza a sostenibilità ambientale-sociale (intesa qui come promozione attiva di istanze legate alla sigla ESG e non, invece, come “*do no significant harm*” ovvero mera *compliance* ai precetti, ad es., in materia di infortuni o in materia di attività ambientali pericolose) segue anche una maggior sostenibilità economica e, quindi, un miglioramento nella *performance* produttiva e la capacità di rimborsare il prestito³²¹. Come sollevato dalla

³²⁰ Rilevano S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *ESG Lending*, in *ECGI, Finance Working Paper n. 817/2022*, marzo 2023, 27, infatti, che «investors welcome SLL issuance, but only when there is enough informational detail about the sustainability-linked aspect of the loan contract (i.e. the nature of the associated KPIs and their link to the loan terms) in the public domain».

³²¹ Il fatto che le statistiche dimostrino che imprese ecosostenibili abbiano una probabilità di risultare insolventi inferiore rispetto a quelle che non lo sono (cfr. ESG News, *Cerved Rating Agency: Investire nell'ESG riduce il rischio di credito*, disponibile online all'indirizzo <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>) non vale a contraddire l'affermazione contenuta nel testo laddove si consideri che «un solido equilibrio patrimoniale è non soltanto necessario per la promozione di progetti di sostenibilità ma anche, a monte, condizione per l'attuazione di misure di mitigazione dei rischi ESG» (v. G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 335).

Scuola Austriaca di Economia³²² è il bisogno da soddisfare del cliente il fattore che orienta il mercato. Adattando il concetto appena esposto al nostro caso, è la domanda degli *stakeholders* ad avere “più sostenibilità”, la loro sensibilità sul tema ambientale e sociale che rende *rischioso* trascurare³²³ il perseguimento di fattori ESG e, così, permette di riconoscere al prestatore che richiede un prestito finalizzato, anche, a obiettivi di sostenibilità un *pricing* premiale. Ciò pare dimostrato dalla circostanza che una cultura ESG manchi proprio nelle PMI, entità solitamente non quotate su mercati regolamentati, partecipate da investitori istituzionali solo in misura marginale che quindi, interfacciandosi scarsamente

³²² Per una ricostruzione del pensiero della Scuola Austriaca di economia, si v. K. H. HENNINGS, *The Austrian Theory of Value and Capital*, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 1997 A. MINGARDI, *Contro la tribù. Hayek, la giustizia sociale e i sentieri di montagna*, Venezia, 2020. Sul tema, si v. B. LEONI, *Freedom and the Law*, Liberty Fund, 1991; A. MINGARDI, *L'intelligenza del denaro. Perché il mercato ha ragione anche quando ha torto*, Venezia, 2013; F. A. VON HAYEK, *The road to Serfdom*, University of Chicago Press, 1944; C. LOTTIERI, *Beni comuni, diritti individuali e ordine evolutivo*, IBL Libri, 2020; F. FUKUYAMA, *Il liberalismo e i suoi oppositori*, Milano, 2022; R. NOZICK, *Anarchy, state and utopia*, Basic Books, 1974.

³²³ M. BROGI, V. LAGASIO, P. PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance awareness as a potential credit risk mitigation factor*, in *Journal of international financial management & accounting*, 2022, 1, 22 s.: «We support the intuition that ESG factors can affect expected loss through the basic credit parameters of PD, exposure at default, and even loss given default»; F. DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell'impresa*, Marsilio, 2021, 11, secondo cui: «intercettare per primi il sentimento della gente, mettersi in sintonia con le loro speranze e le loro paure, può consentire di conquistare clienti e collaboratori, magari perfino di spuntare un prezzo migliore, tutto a vantaggio dello *shareholder value*. [...] Sono le scelte degli investitori a decretare il successo delle imprese con credenziali ESG e le preferenze dei clienti quello dei prodotti sostenibili».

con un'ampia platea di *stakeholders*, risultano esposte in maniera minore alla materializzazione di un rischio reputazionale e così non ricercano nemmeno vantaggi d'immagine³²⁴, ridimensionando la tesi per cui la promozione attiva di istanze legate ai fattori ESG vada considerata sempre e comunque come un aspetto che impatta positivamente nella valutazione del merito creditizio³²⁵.

L'importanza del contesto di riferimento e del rischio reputazionale emerge anche *a contrario*, laddove si consideri che l'impresa non PMI è oramai costretta a divulgare un *set* informativo al mercato secondo un grado di dettaglio che supera le stesse prescrizioni emanate dalle Autorità e in ragione dello

³²⁴ Ciò pare coerente con le risultanze dimostrate in S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *ESG Lending*, in *ECGI, Finance Working Paper n. 817/2022*, marzo 2023, 25, coerenti «with the notion that large borrowers with high ESG scores seek to signal their commitment to sustainability by obtaining SLLs from reputable global lenders who themselves seek ESG lending business under stakeholder pressure».

³²⁵ M. COSSU, *op. cit.*, 572, secondo cui: «le PMI non quotate sono escluse dai benefici che la rendicontazione di sostenibilità reca in termini di acquisizione di nuovi clienti e di accesso privilegiato a certi finanziamenti. Conseguentemente, non possono utilizzare la leva rappresentata dai vantaggi reputazionali connessi (sebbene questa leva sia scarsa, perché sono ancora poche le PMI che agiscono puramente per vantaggi di immagine, o di mercato)»; in fondo, anche «nel recente documento *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*, del settembre 2020, i *setter* osservano che, considerate le differenti categorie di utilizzatori della rendicontazione ESG, spetta alla singola società identificare i propri *stakeholder* ed i rispettivi interessi per calibrare su di essi le informazioni da fornire» (OIBR, *Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione della crisi nelle PMI*, in *Quaderno n. 7*, 30 aprile 2022, al seguente indirizzo: <https://www.osservatorio-insolvenza.it/pdf/quaderno-n-7-oibr-informazioni-non-finanziarie-per-gli-adequati-assetti-e-per-la-previsione-delle-crisi-nelle-pmi/>)

scetticismo degli *stakeholders*, confermato da alcune statistiche³²⁶, che associa all'acronimo ESG il pericolo del *green o social washing*. Il fenomeno, infatti, sta spingendo gli operatori alla pubblicazione di alcuni dettagli contrattuali, ad es., in punto di KPI, dei contratti di finanziamento sottoscritti dalle imprese³²⁷.

Infine, si immagini un contesto diverso da quello che ha spinto il legislatore a promuovere l'anzidetta transizione e nel quale il fine ESG viene non semplicemente associato a pratiche commerciali scorrette (*green o social washing*) ma direttamente *avversato* (si pensi, ad es., alla recente protesta degli agricoltori contro le politiche europee volte al perseguimento della sostenibilità ambientale e che ha indotto la Presidente della Commissione Europea, Ursula Von Der Leyen, ad annunciare lo stop al regolamento sui pesticidi e a rivedere la promessa di azzerare le emissioni nette dell'UE entro il 2050³²⁸). Qualora lo *stakeholder* medio fosse un soggetto che considera il fine ESG un *malus*, verosimilmente, l'offerta di prodotti ESG (e la conseguente scelta del

³²⁶ Si v. S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *ESG Lending*, in *ECGI, Finance Working Paper n. 817/2022*, marzo 2023, 8 ss.

³²⁷ Una *disclosure* molto dettagliata e completa implica, invero, che l'impresa sia attentat al *long term* e suggerisce la presenza di un *management* di alto livello, lo sottolinea H. DARADKEH, S. SHAMS, S. BOSE, A. GUNASEKARAGE, *Does managerial ability matter for corporate climate change disclosure?* in *Corporate Governance: An International Review*, 2022, 31, 100, per cui: «Firms with more capable managers make a higher level of climate change disclosures. [...] Our findings suggest that more able managers are less concerned about the short-term performance of their firms and tend to engage in climate change activities that require long-term commitments from management and are beneficial to a wider group of stakeholders».

³²⁸ Sul punto si v. D. CARRETTA, *Stop al regolamento sui pesticidi*, in *Il Foglio Quotidiano*, 6 febbraio 2024; ID, *Ursula von der Leyen mina il suo Green deal per quietare gli agricoltori*, *ivi*, 7 febbraio 2024.

regolatore di limitarsi ad incentivare, nemmeno troppo gentilmente, la transizione e non facendo diretto ricorso, invece, a divieti diretti³²⁹) diminuirebbe, così come il rischio reputazionale conseguente alla non promozione di finalità ESG³³⁰.

In certa misura può affermarsi che il legislatore comunitario si sia limitato - almeno per il momento, visto il contenuto della proposta di CSDDD che, ad ora, rimane ancora

³²⁹ Anche se l'ABE, *Report on management and supervision on ESG risks for credit institutions and investment firms*, 23 giugno 2021, prevede che gli istituti possano gestire i rischi ESG «at least to a certain level, by implementing an exclusion policy or by setting specific limits in line with their ESG-risk-related objectives and/or limits for tailor-made ESG risk indicators. For instance, this can be done by integrating climate risk indicators in lending criteria (such as a maximum exposure level to certain climate-sensitive sectors or individual counterparties)».

³³⁰ Sulla linea della provocazione di C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo stato o le grandi Corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 99, per cui: «se fra gli azionisti di rilievo ci sono gruppi di estrema destra contrari alle politiche ambientaliste e a quelle per le riduzioni delle discriminazioni, lo *stakeholder capitalism* potrebbe produrre risultati paradossali, almeno agli occhi di progressisti e ambientalisti». Sussistono indizi che l'approccio alla sostenibilità stia cambiando, sul punto si v. F. GORIA, N. LOZITO, *La finanza Usa scappa dal green: ritirati già 13 miliardi dai progetti di transizione*, in *www.lastampa.it*, 25 febbraio 2024; V. D'ANGERIO, *Crisi ESG, è fuga dei grandi gruppi dagli accordi sul climate change*, in *www.ilssole24ore.com*, 25 febbraio 2024.

in fase di discussione³³¹ - a prevedere obblighi di *disclosure*³³² proprio perché conscio che la “minaccia” principale al sistema bancario-finanziario è costituita da una ipotetica scarsa considerazione del rischio reputazionale innescato dal non perseguimento dei fattori ESG ad opera delle controparti degli intermediari, con ciò palesando che l’obiettivo primo della normativa sulla finanza sostenibile, più che evitare che «da Val Ferret si trasformi nel recipiente di periodiche frane e venga presto riempita dai detriti della catena del Bianco»³³³, è la stabilità del settore finanziario.

Una breve riflessione va fatta in merito al fattore “G” legato al buon governo dell’impresa e che indica la capacità del potenziale prenditore di identificare, monitorare e gestire efficacemente, laddove si adoperi per dotarsi di assetti organizzativi adeguati, le potenziali fonti di rischio tra le quali rientra, sicuramente, quella “E” ed “S”. Sotto tale profilo, la promozione del fattore “G” da parte dell’impresa (ad es.

³³¹ Si segnala, tuttavia, che per il momento sono emerse difficoltà nell’iter legislativo per l’adozione della presente proposta in commento (v. IL FOGLIO QUOTIDIANO, *Meloni salva il lavoro rinforzato in Cina*, 10 febbraio 2024; NETWORKDIGITAL360, *Nuovi ostacoli per la direttiva sulla sostenibilità della UE*, 4 marzo 2024, al seguente indirizzo <https://www.startupbusiness.it/nuovi-ostacoli-per-la-direttiva-sulla-sostenibilita-della-ue/128297/>). Si v. anche M. RUFINI, *Finanza & ESG. La bocciatura della regolamentazione e le criticità su cui lavorare*, in www.ilsussidiario.net, 14 febbraio 2024; G. DALANDRIANO, *Rinviiati per due anni gli obblighi per le aziende di presentare rapporti e bilanci ESG*, 8 febbraio 2024, al seguente indirizzo: <https://scenarieconomici.it/rinviiati-per-due-anni-gli-obblighi-per-le-aziende-di-presentare-rapporti-e-bilanci-esg/>.

³³² S. MICHELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Riv. reg. mercati*, 2, 2022, 710.

³³³ La frase è di M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 2022.

attraverso l'adozione di *policy* e procedure adeguate in materia ESG che prevedano la promozione di attività di formazione specifica per una migliore comprensione e gestione di rischi correlati ai temi ESG e al loro impatto sull'attività d'impresa) dimostra, tuttavia, non solo che il fattore "G" gode di una rilevanza ancillare - perché funzionale - rispetto agli altri fattori della sigla, ma anche che gli sforzi verso la promozione di un buon governo aziendale sono, pur sempre, finalizzati a fronteggiare un *rischio*, il pericolo, cioè, che si materializzi un rischio finanziario innescato da un fattore "E" o "S" e che, con una *governance* adeguata, si sarebbe potuto invece evitare o mitigare, con ciò dimostrando la tesi iniziale. Invero, «le performance ESG di un'impresa possono incidere sulla probabilità di *default* poiché sono espressione del modo con cui un'attività affronta i rischi legati al proprio impatto», per cui «migliori performance ESG significano minor rischio di incorrere in eventi che possono incidere negativamente sulla corretta operatività dell'azienda, sulla sua capacità di produrre reddito e quindi in ultima istanza anche sull'affidabilità nei confronti dei creditori»³³⁴.

Ecco perché, a giudizio di chi scrive, sembra più immediata la rilevanza dei fattori ESG nella loro accezione di rischio. Si pensi al rischio sismico associato ad una particolare regione geografica e in cui l'immobile offerto in garanzia dal richiedente il prestito si colloca: considerati in questa dimensione, la rilevanza dei fattori di sostenibilità nell'accesso al credito bancario prescinderebbe da ogni positivizzazione operata dal legislatore comunitario e dalla stessa sensibilità del mercato di riferimento, fondandosi, essenzialmente, sul principio della sana e prudente gestione

³³⁴ AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., giugno 2021, 64.

- come riempito di contenuto dai provvedimenti di *soft law* che si andranno ad analizzare nel proseguio (v. *infra* §III, 2.1) – e sulla sua capacità di imporre agli intermediari una cultura del rischio che, vista la normativa di settore analizzata (vuoi in tema di accantonamenti di capitale, vuoi in materia di finanza sostenibile), non può che richiedere agli stessi, pure, di integrare i rischi ESG nell’ambito di quei protocolli interni che vengono in rilievo nell’ambito della valutazione del merito creditizio e la cui adeguatezza andrà valutata in sede SREP.

Anche ipotizzando un cambio di rotta da parte della politica comunitaria sugli incentivi in tema di finanza sostenibile o, più in generale, qualora l’UE si disinteressasse rispetto all’esigenza di rispettare gli impegni assunti con l’accordo di Parigi, i rischi ESG verrebbero comunque attenzionati dalle banche in quanto capaci di minacciare l’attività finanziata e, perciò, l’interesse dell’istituto di credito al profitto, nonché, indirettamente, la sua stessa stabilità (si pensi, riprendendo l’esempio, ai riflessi che avrebbe per l’intermediario non poter rifarsi sulla garanzia reale offerta dal cliente nel caso di una sua insolvenza in quanto l’immobile ipotecato, sito in una località colpita da un evento sismico, è andato distrutto).

Al netto di tali considerazioni, posto che il nesso che lega il concretizzarsi del rischio di controparte e il materializzarsi del rischio ESG (che del primo, quindi, costituisce il c.d. *risk driver*) e che impatta direttamente l’attivo dell’istituto di credito è stato analizzato compiutamente nei provvedimenti di *soft law* delle Agenzie dell’UE, delle varie ANC, della BCE e del Comitato di

Basilea³³⁵, bisogna comprendere, dapprima, quali indicazioni orientano la valutazione operata dalle banche e le modalità attraverso le quali gli istituti di credito possono identificare, monitorare e gestire efficacemente il rischio ESG del potenziale sovrvenuto - posto che, comunque, sono soggetti in una posizione privilegiata per la comprensione delle condizioni finanziarie dei potenziali prenditori³³⁶ - e, in seguito, le conseguenze del diniego opposto al richiedente il prestito in ragione della sua esposizione ai rischi ESG, ovvero di un prestito accordato al prenditore senza aver correttamente valutato il rischio ESG, poi materializzatosi.

Sotto il primo profilo, si andranno ad analizzare, nel prossimo sottoparagrafo, le parti più rilevanti dei seguenti provvedimenti: i) Orientamenti ABE in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti; ii) EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, EBA/REP/2021/18. Sotto il secondo profilo, invece, si riprenderanno, essenzialmente, le conclusioni spese nel paragrafo precedente adattandole al profilo ESG.

2.1 I fattori ESG nei provvedimenti dell'ABE

Dall'estate del 2019 il *business* elettivo del comparto bancario, ossia il credito rivolto alle imprese ed ai privati, è stato destinatario di alcune

³³⁵ Le Autorità evocate hanno coniato, infatti, il concetto di doppia materialità e, così, il meccanismo di materializzazione finanziaria dei rischi ESG c.d. “*outside-in*” proprio per descrivere il fenomeno summenzionato e mettere in guardia i soggetti vigilati rispetto a tale fattore di rischio nei rapporti con le controparti.

³³⁶ V. J. E. STIGLITZ, A. WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, 1981, 71, 3, 393 ss.

disposizioni che, a giudizio di alcuni, hanno innescato una vera e propria rivoluzione³³⁷. L'ABE, infatti, in un panorama normativo che già nel recente passato (dal 2008) aveva portato ad importanti cambiamenti in merito alle tematiche contabili e di processo³³⁸, e nel tentativo di creare un “*fil rouge*” tra processo di erogazione, monitoraggio e redditività del credito (funzionali a introdurre gradualmente una «cultura di gestione del rischio»³³⁹ che

³³⁷ M. BENVENUTI, S. PORCELLATI, *L'evoluzione del processo creditizio guidata dall'EBA dopo gli NPL ora punta all'erogazione e pertanto al monitoraggio attivo della filiera del credito*, in *www.dirittobancario.it*, 23 luglio 2019

³³⁸ Si fa riferimento, oltre che alla Direttiva sul Credito al consumo del 2008 e alla c.d. Mortgage Credit Directive del 2014, che introducono il concetto di prestito responsabile, sottolineando l'importanza del reddito e dei flussi di cassa a dispetto dell'apprensione di garanzie, al principio contabile IFRS9, su cui v. nota 272; alle linee guida sui *non-performing loans* (NPLs) (su cui v. BCE, *Guidance to banks on non-performing loans*, marzo 2017, al seguente indirizzo https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_nplen.pdf; BANCA D'ITALIA, *Guidance on the management of non-performing loans for Italy's "less significant institutions"*, gennaio 2018, al seguente indirizzo: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Guidance-NPL-LSI.pdf?language_id=1); all'entrata in vigore della nuova definizione di *default* (contenuta nell'art. 178 del Regolamento (UE) 575/2013), ed infine all'introduzione del c.d. *calendar provisioning*.

³³⁹ Si v. ODCEC Milano, Commissione Finanza e Gestione d'impresa e Banche, intermediari finanziari e assicurazioni, *Principi guida per la redazione del Business Plan*, 28 aprile 2021, 54. Sulle conseguenze della proposta di modifica della CRD sulla *governance* bancaria, si v. V. BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca, Impresa, Società*, 3, dicembre 2022, 630 ss., che rileva: «il complesso dei rischi rilevanti per l'organo di gestione (e quindi, per la banca) segnala il superamento per la Proposta del rilievo del solo rischio idiosincratco della banca, secondo la tradizionale impostazione microprudenziale, e comprende [...] aspetti che proiettano sul piano del contesto macroeconomico in cui opera l'ente,

attenuasse l'impatto di future crisi³⁴⁰), ha dato avvio a una proposta di linee guida finalizzate a imprimere un maggior consolidamento di specifici *standard* sulle politiche creditizie e sui processi che ne permettono l'attuazione al fine di mitigare l'erogazione di finanziamenti a soggetti con elevato rischio creditizio in grado, poi, di ledere la sostenibilità del *business model* se non adeguatamente remunerati. La proposta ha poi portato, nel maggio 2020, all'emanazione degli orientamenti dell'ABE in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, entrati in vigore nel giugno 2021 e dalla pregnante efficacia prescrittiva³⁴¹.

L'ABE, negli orientamenti evocati, non si è limitata a considerare il processo di concessione dei crediti ma si è spinta a sensibilizzare gli operatori anche sulla necessità di istituire prassi e sistemi organizzativi finalizzati a gestire le posizioni non più al solo manifestarsi delle anomalie (e quindi, *ex-post*) ma in «ottica continuativa al fine di garantire una visione completa e organica sull'intera vita del finanziamento, valutandone le dinamiche gestionali ed i conseguenti impatti economici»³⁴².

L'impatto maggiore degli Orientamenti in commento può essere apprezzato con riferimento alla *governance*³⁴³ e alle procedure

in relazione al ciclo economico, le funzioni strategiche e di *policy* dell'organo di gestione, ampliando quindi specularmente rispetto al problema del rischio, l'area di rilevanza dell'attività di gestione».

³⁴⁰ F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *op. cit.*, 54 s.

³⁴¹ Si v. gli artt. 4 e 16 del Reg. 1093/2010.

³⁴² M. BENVENUTI, S. PORCELLATI, *op. cit.*

³⁴³ Sulla governance degli istituti bancari, si v. E. CECCHINATO, *Dovere di agire informati e responsabilità degli amministratori non esecutivi di banca*, in www.dirittobancario.it, 12 febbraio 2024; S. CICERI, *Sindaci e amministratori non esecutivi a confronto nel sistema "polcentrico" dei controlli societari*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 6, 2023, 1529 ss., secondo cui: «il collegio sindacale assume un dovere

per la concessione dei prestiti, modulate secondo le seguenti direttrici: *a)* l'adozione di un modello che si allinei alla cultura del rischio; *b)* la tracciabilità del processo del credito e rilevanza, anche ai fini di vigilanza, dei ruoli ricoperti e dalle decisioni assunte; *c)* le informazioni necessarie per l'ottenimento del credito e modalità del loro trattamento ai fini della valutazione del merito creditizio; *d)* implicitamente, un mutamento a tutto tondo della modalità stessa di concepire le relazioni banca-impresa³⁴⁴.

di vigilanza più stringente sia in ragione delle caratteristiche dell'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento, sia per l'articolata funzione dei controlli interni, definita proprio nelle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia e funzionale, oltre che a rispondere agli interessi dell'impresa, ad assicurare condizioni di sana e prudente gestione»; Circ. n. 285/2013 (XXXXIV agg.), parte I, tit. IV, sez. III, n. 1, per cui: «Efficaci assetti organizzativi e di governo societario costituiscono per tutte le imprese condizione essenziale per il perseguimento degli obiettivi aziendali; per le banche essi assumono particolare rilievo in ragione delle caratteristiche che connotano l'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento. Gli assetti organizzativi e di governo societario delle banche, oltre a rispondere agli interessi dell'impresa, devono assicurare condizioni di sana e prudente gestione, obiettivo essenziale della regolamentazione e dei controlli di vigilanza»; si v. anche Cass., 19 maggio 2022, n. 16276, in *OneLegale*; Cass., 22 gennaio 2018, n. 1529, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 586 ss., con nota di M. GHIRLARDI, *I principi di corretta amministrazione e di adeguatezza dell'assetto organizzativo e i doveri di vigilanza dei sindaci di banche sul sistema dei controlli interni*, secondo cui l'obbligo di vigilanza sindacale «è previsto in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti nei confronti degli atti di abuso gestionali degli amministratori ma anche della verifica dell'adeguatezza delle metodologie finalizzate al controllo interno, secondo parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare a garanzia degli investitori».

³⁴⁴ A. BERTI, *L'impatto degli orientamenti EBA sul rapporto banca-impresa*, in *Bilancio e revisione*, 3, 2021, 5 ss, per il quale, la necessità di tracciare il processo del credito pare funzionale non solo a ricostruire la catena di comando che ha condotto, per ipotesi, ad un fido concesso negligenemente, ma anche a comprendere la quantità e la qualità dei dati presentati alla banca e richiesti da quest'ultima senza cui non è più

Le assi su cui si sviluppano gli Orientamenti dell'ABE prendono in considerazione tutte le fasi che scandiscono l'intero ciclo di vita del credito all'interno delle diverse aree della gestione bancaria³⁴⁵, quali: *i) governance* interna per la concessione e il monitoraggio del credito: sotto questo aspetto, si segnala la richiesta che le politiche e procedure relative al rischio di credito specifichino, *ex multis*, i criteri da considerare nell'elaborazione e nella documentazione dei criteri di concessione del credito, che devono tenere conto degli elementi di cui all'allegato 1 agli Orientamenti, tra cui figurano, con riferimento ai prestiti alle imprese, gli «*standard* per la gestione e l'attenuazione dei rischi di natura ambientale»; *ii) procedure* per la concessione di prestiti: gli orientamenti specificano che ai fini di una valutazione accurata ed affidabile del merito di credito è necessario, da un lato, che le banche elaborino la documentazione pertinente relativa alle decisioni sul credito e ai contratti di prestito «in modo che questa contribuisca a identificare e prevenire una dichiarazione non veritiera delle informazioni da parte del cliente, dell'intermediario del credito o dei membri del personale dell'ente coinvolti nella valutazione della domanda» e, cioè, che la valutazione del merito creditizio sia adeguatamente documentata e utilizzata come base della proposta di approvazione o rifiuto della domanda di prestito, anche a futura memoria³⁴⁶, dall'altro, che le imprese si mettano al passo con la necessità

possibile deliberare e che, invero, comporta una rimodulazione del rapporto banca-impresa e la necessità che l'impresa (anche PMI) si adoperi per fornire una mole di documentazione che forse non era mai stata chiamata a fornire.

³⁴⁵ E. ALAIO, *Impatti sul processo del credito delle Linee guida EBA in materia di erogazione e monitoraggio*, in *Amministrazione & Finanza*, 10, 2020, 66.

³⁴⁶ Per i prestiti alle imprese, infatti, si richiedono informazioni sulla finalità del prestito, prospetti di bilancio e note di accompagnamento a livello di entità singola e a livello

di una comunicazione finanziaria più strutturata, meno opaca e tempestiva, con la conseguenza che per le imprese che non sono in grado di documentare la loro *performance*, storica e futura, risulterà molto meno agevole ricorrere al credito bancario³⁴⁷; *iii*) fissazione del *pricing*³⁴⁸; *iv*) valutazione di beni mobili e immobili (garanzie); *v*) monitoraggio e rivalutazione. Limitando l'indagine ai fattori ESG³⁴⁹, essi vengono presi in considerazione: *i*) all'interno dell'area "governance interna" (sostenibilità interna³⁵⁰) laddove, più nel dettaglio, si chiede agli enti *a*) di sviluppare, nell'ambito della propria cultura complessiva del rischio, una cultura del rischio di credito attraverso politiche, comunicazione e formazione del

consolidato (stato patrimoniale, conto economico, flusso di cassa) relativi a un periodo ragionevole, conti certificati o sottoposti a revisione contabile, se del caso; relazione/prospetto di anzianità dei crediti; piano aziendale sia per il cliente sia in relazione alla finalità del prestito; proiezioni finanziarie (stato patrimoniale, conto economico, flusso di cassa); evidenza dei pagamenti fiscali e delle passività fiscali, etc. L'analisi dei flussi di cassa futuri palesa la necessità, e non più l'eventualità, di procedere alla richiesta di *business plan* e relativi bilanci di previsione, e ciò avrà un chiaro impatto soprattutto per le PMI, le quali saranno investite da una mole di richieste cui non hanno mai voluto o saputo rispondere.

³⁴⁷ A. BERTI, *op. cit.*, 12.

³⁴⁸ Non negli orientamenti in oggetto, ma in ABE, *Report on management*, cit., 118, si dice, con riferimento al *pricing*, che «pricing is another element that institutions should consider to ensure that their pricing frameworks also reflect, together with other drivers and characteristics, the risks driven by ESG factors. Indeed, as ESG factors are incorporated into their risk appetite and business strategies, institutions should progressively ensure that their prices are consistent with their business models and risk strategies».

³⁴⁹ Invero, anche le linee guida della BCE sul rischio climatico e ambientale richiedono agli istituti di introdurre la componente ESG nei sistemi di *rating* e, precisamente, *i*) nei processi di concessione e monitoraggio del credito; *ii*) nelle procedure di classificazione del rischio; *iii*) nella valutazione del *collateral*; *iv*) nel *pricing*; *v*) nel *risk appetite* e nella *business strategy*.

³⁵⁰ Per riprendere la distinzione tracciata da M. COSSU, *op. cit.*, 563.

personale che assicuri, dall'alto³⁵¹, che il credito sia concesso ai clienti che, «al meglio delle conoscenze dell'ente al momento della concessione del credito, saranno in grado di soddisfare i termini e le condizioni del contratto di credito, e che sia assistito, se del caso, da garanzie reali sufficienti e adeguate, anche considerando l'impatto sulla posizione patrimoniale e sulla redditività e sostenibilità dell'ente, nonché i relativi fattori ambientali, sociali e di governance (ESG)»³⁵²; b) con riferimento, invece, alle politiche e alle procedure relative al rischio di credito, ci si aspetta che gli enti incorporino «i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure³⁵³ relative al rischio di credito, adottando un approccio olistico»³⁵⁴, nonché che detti fattori vengano tenuti conto in sede di determinazione delle «condizioni finanziarie dei mutuatari, e in particolare del potenziale impatto dei fattori ambientali e del cambiamento climatico, nella loro propensione al rischio di credito e

³⁵¹ Per una riflessione sull'impatto della normativa sulla finanza sostenibile in tema di *governance* bancaria, si v. V. FORLENZA, *La conformazione della corporate governance bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 193 ss.; A. M. PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 220 s.; K. JOHN, S. DE MASI, A. PACI, *Corporate Governance in Banks*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2016, 24, 3, 303 ss.

³⁵² ABE, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020, 10.

³⁵³ Una di queste politiche potrebbe, ad es., prevedere che gli istituti, «at least to a certain level, by implementing an exclusion policy or by setting specific limits in line with their ESG-risk-related objectives and/or limits for tailor-made ESG risk indicators. For instance, this can be done by integrating climate risk indicators in lending criteria (such as a maximum exposure level to certain climate-sensitive sectors or individual counterparties)» (ABE, *Report on management*, cit., 23 giugno 2021, 118).

³⁵⁴ ABE, *Orientamenti*, cit., 17.

nelle politiche e procedure ad esso relative»³⁵⁵; *ii*) all'interno dell'area legata alle procedure per la concessione dei prestiti e, più nello specifico, *a*) nell'ambito della valutazione del merito creditizio del cliente – indipendentemente dalla circostanza che sia microimpresa, piccola impresa, media o grande impresa - si chiede all'ente creditizio di valutarne l'esposizione «ai fattori ESG, in particolare ai fattori ambientali e all'impatto sul cambiamento climatico, e l'adeguatezza delle strategie di mitigazione, come specificate dal cliente»; *b*) in sede, invece, di decisione sul credito e contratto di prestito, la decisione «dovrebbe essere chiara e ben documentata e includere tutte le condizioni e le precondizioni, comprese quelle volte ad attenuare i rischi individuati nella valutazione del merito creditizio, come i rischi associati ai fattori ESG, per il contratto di prestito e il relativo esborso», infine; *iii*) in sede di valutazione di beni mobili e immobili (garanzie), gli enti dovrebbero tenere conto dei fattori ESG che influenzano il valore della garanzia reale (ad esempio l'efficienza energetica degli edifici)³⁵⁶.

³⁵⁵ ABE, *Orientamenti*, cit., 17, che specifica come nella specie del rischio fisico vadano considerati, anche, i «rischi di responsabilità civile per aver contribuito al rischio climatico stesso»; ancora, viene fatta menzione del rischio di transizione, nonché di tutti gli «altri rischi, quali cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori e rischi legali, che potrebbero influire sull'andamento delle attività sottostanti».

³⁵⁶ Sul punto, si v. ABI, *Linee guida valutazioni immobiliari*, 20 luglio 2022, al seguente indirizzo: <https://www.abi.it/mercati/crediti/valutazioni-immobiliari/linee-guida-valutazioni-immobiliari/>. Gli *step* metodologici per la raccolta dei dati al fine di valutare il rischio fisico a cui sono sottoposte le garanzie immobiliari possono essere scanditi in *i) data collection*: in questa fase si procede alla raccolta puntuale delle informazioni relative alla geolocalizzazione delle garanzie

La portata delle disposizioni fin qui analizzate, dirette principalmente agli istituti di credito, si apprezza anche in ragione del fatto che orientano la vigilanza ispettiva svolta dalle Autorità competenti³⁵⁷, le quali sono chiamate ad integrare le prescrizioni evocate all'interno delle rispettive prassi di vigilanza che vengono in rilievo in ambito SREP.

Tuttavia vanno rilevate le seguenti problematiche: *a)* l'incertezza e la difficile prevedibilità legate alle tempistiche di attuazione (e i relativi effetti) dei provvedimenti regolatori analizzati, nonché le tempistiche di impatto dei rischi ESG; *b)* la scarsità di dati uniformi, comparabili, rilevanti, di facile reperimento e utilizzo che agevoli la comprensione dei potenziali impatti dei rischi ESG sulla *performance* degli attivi finanziari (anche se, per garantire una standardizzazione della *disclosure* relativa ai rischi ESG è stata emanata, lato imprese, la CSRD, che richiede a una vasta

immobiliari e al grado di esposizione di ciascuna area geografica di interesse ai diversi fenomeni climatici estremi; *ii)* vulnerabilità delle zone geografiche: in questa fase, si quantifica il livello di vulnerabilità al rischio fisico di ciascuna area geografica, da intendersi come funzione della probabilità di accadimento di un fenomeno avverso e del livello di magnitudo di tale fenomeno; *iii)* aggregazione vulnerabilità geografica e ubicazione beni: in tale sede, si procede all'assegnazione a ciascuno dei beni in analisi di un livello di vulnerabilità al rischio fisico in base alla propria ubicazione geografica; *iv)* conversione in *score* e stima degli impatti finanziari: infine, nell'ultima fase si genera uno *score* sintetico di rischiosità che necessita la definizione di una metodologia di stima degli impatti finanziari (ad es., riduzione del valore del bene) a seconda del livello di *score* assegnato (così R. TESSARI, CFO di Cherry Bank S.p.A., al secondo incontro del ciclo di seminari “*Gli orizzonti del diritto della finanza etica e sostenibile*”, Padova, 14 settembre 2023).

³⁵⁷ Gli orientamenti evocati richiamano infatti gli artt. 4 e 16 del reg. 1093/2010, per cui si v. in nota 295.

platea di destinatari³⁵⁸ l'adempimento di un obbligo di pubblicazione relativo ai fattori ESG alquanto granulare - su cui vedi *supra* §II, 4 - e, lato istituti di credito, sono stati adottati i c.d. “implementing technical standards on Pillar 3 on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR”³⁵⁹; c) limiti metodologici intrinseci: da un lato, la maggior parte dei modelli di *risk managements* si basano sull’uso di dati storici per stimare i rischi presenti o futuri, e in tale contesto i fattori ESG non sono rappresentati (ad es. si pensi alla difficoltà di prendere in considerazione i rischi ESG nella misurazione di parametri di rischio come la probabilità di *default* (PD) dei prenditori o la *loss given default* (LGD) usando le metodologie esistenti³⁶⁰), dall’altro, si pensi alla

³⁵⁸ Sul punto, v. *supra* §II, 4.

³⁵⁹ Si segnala inoltre il recente accordo raggiunto tra Consiglio e Parlamento in tema di rating ambientali, sociali e di governance, consultabile al seguente indirizzo: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6255-2024-INIT/en/pdf>. Viene previsto, sostanzialmente, che se i partecipanti ai mercati finanziari o i consulenti finanziari divulgano *rating* ESG nell’ambito delle loro comunicazioni di *marketing*, includeranno sul loro *sito web* informazioni sulle metodologie utilizzate in tali rating ESG. Ciò è stato stabilito mediante una modifica del regolamento relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

³⁶⁰ In merito, si v. A. ZORNETTA, S. MAZZONETTO, *I modelli per la misurazione del rischio di credito presso gli intermediari finanziari e i relativi impatti ai fini della vigilanza*, in www.libreriauniversitaria.it, 2017; M. SCIARELLI, G. LANDI, S. COSIMATO, A. PRISCO, *Socially responsible Investment e transizione verso la sostenibilità: la prospettiva delle asset management companies*, in *Riv. di Studi Manageriali*, 2, 2, 2020, 79 ss., secondo cui: «un grosso limite attualmente esistente rispetto ad una vera e concreta integrazione di questi aspetti nelle analisi delle banche è anche dovuto ad una carenza di standardizzazione nelle modalità con le quali le imprese sono in grado di comunicare l’adozione consapevole di una strategia ESG».

difficoltà di tradurre i rischi ESG in rischi finanziari, comprendere il loro impatto sulla resilienza del modello di *business*; d) il “*mismatch*” tra l’orizzonte temporale degli strumenti di *management* tradizionali e il lasso temporale in cui i rischi ESG si materializzano (si pensi, ad es., alla circostanza che la transizione verso una economia neutrale a livello di emissioni carboniche è previsto si concretizzi nel corso dei prossimi 30 anni e che gli orizzonti temporali considerati tradizionalmente nella strategia aziendale del singolo istituto di credito siano tradizionalmente molto più ristretti e condizionati, principalmente, dalla pressione degli *stakeholders* o da fattori macroeconomici); e) la capacità dei rischi ESG di materializzare molteplici categorie di rischi finanziari simultaneamente³⁶¹; f) la non linearità e imprevedibilità legata agli effetti a catena provocati da una materializzazione dei rischi ESG³⁶².

Arrivati a questo punto della trattazione pare opportuno, a giudizio di chi scrive, enucleare le metodologie con cui concretamente gli istituti di credito procedono all’integrazione dei fattori ESG all’interno dell’analisi del merito creditizio del cliente³⁶³.

³⁶¹ Si v. G. GIESE, L.E. LEE, D. MELAS, Z. NAGY, L. NISHIKAWA, *Foundations of ESG Investing: How ESG affects Equity Valuation, Risk and Performance*, in *The Journal of Portfolio Management*, luglio 2019, 82, secondo cui: «The transmission from ESG characteristics to financial value is a multichannel process, as opposed to factor investing in which the transmission mechanism is typically simpler and one dimensional».

³⁶² In tal senso ABE, *Report on management*, cit., 23 giugno 2021; AIFIRM, *Position Paper n. 29, L’integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, giugno 2021, 46.

³⁶³ Le considerazioni che seguono vengono sviluppate basandosi sul documento AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., 23 giugno 2021 nonché sull’intervento di R. Tessari, CFO di Cherry Bank S.p.A., al secondo incontro del ciclo di seminari “*Gli orizzonti del diritto della finanza etica e sostenibile*”, Padova, 14 settembre 2023.

Innanzitutto, occorre ricordare la problematica legata alla copertura, alla disponibilità, all'affidabilità, alla verificabilità, alla comparabilità e alla standardizzazione dei dati legati alle *i*) metriche quantitative (ad es., concernenti le emissioni di carbonio dei clienti); *ii*) informazioni qualitative sulla struttura organizzativa e sull'attività dei clienti (ad es. la presenza di team focalizzati sui rischi ESG e le politiche in atto, la strategia adottata per azzerare le emissioni nette di gas serra); *iii*) dati macroeconomici, sociali e ambientali più ampi. Tali lacune hanno spinto gli istituti di credito ad utilizzare un *mix* di dati interni, ottenuti dai clienti in occasione della concessione di credito, e di dati esterni provenienti da fornitori terzi (la tendenza, tuttavia, è quella di preferire lo sviluppo di metodologie interne in ragione della preoccupazione degli istituti di credito connessa alle logiche di aggregazione dei dati di partenza adottate dai fornitori esterni).

Si possono distinguere i seguenti approcci, a seconda della presenza e della qualità di dati storici disponibili sui profili ESG: *i*) approccio metodologico “quantitativo”, che può essere, a sua volta, *a*) “*bottom-up*”, nel caso in cui siano presenti dati quantitativi basati sulle caratteristiche di una determinata controparte³⁶⁴; *b*) “*top-down*”, nel caso in cui, non essendo disponibili dati specifici relativi ai fattori ESG di una determinata controparte, si faccia ricorso a dati aggregati (principalmente

³⁶⁴ Tale approccio fornirebbe stime del rischio ESG robuste, ma è difficilmente applicabile, specialmente per le PMI, vista l'assenza di una metodologia standard, condivisa e universalmente accettata e di una certificazione dei dati ESG (diversi *score* vengono infatti generati su indicatori spesso differenti, analizzati e pesati in maniera arbitraria da ciascuna agenzia di rating).

pubblici) legati all'area geografica o al settore³⁶⁵; ii) approccio metodologico “qualitativo”: in assenza di dati quantitativi ESG basati sulla controparte o aggregati, i rischi ESG possono essere incorporati (attraverso la compilazione di questionari qualitativi³⁶⁶) nei modelli di *rating* verificando l'esistenza di una correlazione con il rischio di credito, più specificatamente con la probabilità di *default* (PD). I dati storici raccolti tramite il questionario qualitativo ESG consentono, cioè, di analizzare i tassi di *default* in funzione delle differenti caratteristiche ESG della controparte onde accertare la possibile esistenza di una correlazione tra queste e il rischio di credito³⁶⁷ e, quindi, la capacità predittiva dei fattori

³⁶⁵ Tra le fonti consultabili si segnalano i) ISTAT, raccoglie informazioni relative all'ambiente e al fattore sociale con un livello di granularità diverso (ad es., il consumo di energia elettrica viene espresso *pro capite*, mentre il consumo dell'acqua a livello di *provincia*) o al fattore sociale, come il *gender pay gap*; ii) Accredia, ha a disposizione tutte le certificazioni di tipo aziendale (partita iva), può essere utile per una misurazione di tutti i fattori della sigla ESG, anche se limitata ad alcuni ambiti (ad es., il sistema di gestione ambientale, sistema di gestione per la salute e la sicurezza sul lavoro, sistema di gestione della sicurezza delle informazioni); iii) ISPRA, fornisce dati relativi alla gestione e ai consumi di risorse naturali, biodiversità, gestione dei rifiuti, eventi climatici per area geografica.

³⁶⁶ AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., 64, che prevede che il sistema di rating *ad hoc* (anche chiamato *rating ambientale*, visto che non tutti misurano i fattori *social* e di *governance* su base sistematica) può essere sviluppato basandosi su un approccio prevalentemente qualitativo frutto di «questionari, visite in loco, raccolta di informazioni, valutazione diretta del “comportamento ambientale” della controparte». Sul punto, si v. M. SCIARELLI, G. LANDI, S. COSIMATO, A. PRISCO, *Socially responsible Investment e transizione verso la sostenibilità: la prospettiva delle asset management companies*, in *Riv. di Studi Manageriali*, 2, 2, 2020, 76 ss., secondo cui: «si è [...] passati da criteri quasi esclusivamente di tipo contabile [...] a modelli che hanno integrato questi aspetti con le cosiddette *soft information*, fino a questa nuova frontiera legata ai fattori ESG. [...]»

³⁶⁷ AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., 69 ss. Il Paper citato (p. 84) afferma l'esistenza di un legame tra indicatori ESG e rischio di credito sulla base di due esempi di incorporazione

ESG rispetto al rischio di credito³⁶⁸; *iii*) approccio *expert-based*: nel caso di assenza di adeguati dati storici, l'integrazione delle componenti ESG all'interno dei modelli di *rating* creditizio (ad es. nella PD o nella LGD) può essere perseguita seguendo la metodologia tripartita delineata dall'ABE³⁶⁹ nel rapporto del giugno 2021 “*on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*”. Il rapporto approfondisce l'approccio che l'istituto di credito nel valutare il rischio ESG e le Autorità competenti in sede di *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) potrebbero adottare. Dette fasi consistono nella:

di valutazione e metriche di natura ESG all'interno dei parametri di rischio PD e LGD. In linea con tale conclusione, si v. G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 331, secondo cui l'elaborazione di solide strategie ESG può divenire strumento di gestione dell'esposizione debitoria e dunque di rafforzamento, se non addirittura di recupero, della continuità aziendale in una situazione di pre-crisi.

³⁶⁸ Le domande contenute nel questionario possono riguardare i rischi di governance, i rischi fisici (e quindi attenersi alla presenza di assicurazioni a fronte dell'interruzione di attività o pagamenti, provocati da eventi catastrofici come incendi, terremoti, alluvioni), o la presenza di alcuni certificati di tipo ESG, come la Organic Certification relativa ai metodi di coltivazione o alla provenienza della materia prima. Le imprese dotate di certificazione ambientale sono caratterizzate, statisticamente, da un tasso di *default* più basso rispetto alle imprese che non ce l'hanno, ovvero presentano un rischio di credito più basso (AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., 71).

³⁶⁹ Si v. ABE, *Report on management*, cit., 11 s., dove si dice: «The EBA sees a need to reflect ESG risks in the supervisory evaluation of institutions falling under the scope of the CRR/CRD. [...] The existing assessment under the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) may not enable supervisors to sufficiently understand the longer-term impact of ESG risks. In this context, the EBA sees a need to introduce a new aspect of analysis in the supervisory assessment, in the form of an evaluation of whether credit institutions sufficiently test the long-term resilience of their business models against the time horizon of the relevant public policies or broader transition trends, applying at least a 10 year horizon».

a) identificazione dei rischi ESG: in tale fase, si procede a identificare i rischi ESG in base a specifici indicatori quantitativi e qualitativi³⁷⁰, attività funzionale a classificare gli *assets* in base alle loro caratteristiche ESG. Possono essere seguiti diversi criteri per catalogare gli *asset* in funzione dei loro rischi ESG, distinguendo, ad es., tra a1) una classificazione geografica, che aiuta a identificare la percentuale dell'attivo che risulta particolarmente esposta all'impatto di un rischio fisico come, ad es., l'innalzamento del livello del mare; a2) una classificazione per settore, invece, aiuta a comprendere la quota delle esposizioni sensibili al rischio di transizione che si materializzi, ad es., nella forma dei cambiamenti normativi (ad es. nel settore dei trasporti) o nel progresso tecnologico e che impatta specifici settori; a3) una classificazione per efficienza energetica, per cui un'impresa dotata di maggiore efficienza energetica risulta più resiliente rispetto al rischio di transizione; a4) una classificazione basata sulle politiche retributive e standard lavorativi, etc.³⁷¹

³⁷⁰ Costituiscono indicatori idonei all'identificazione dei rischi ESG, per esempio, «in the context of climate change, indicators for the production of greenhouse gas emissions are well-defined and can be measured, reported and verified with high level of accuracy based on existing standards, e.g. the International Organization for Standardization (ISO) 14064-1:2018 standard which applies a GHG Protocol methodology and the European Commission Recommendation 2013/179 on the use of common methods to measure and communicate the life cycle environmental performance of products and organisations, which provides guidance on the use of environmental footprint methods». Per un'analisi sulle altre tassonomie esistenti propedeutiche all'attività di classificazione, più che di identificazione, si v. ABE, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 23 giugno 2021, 55 ss e la figura 10 riportata a p. 60.

³⁷¹ ABE, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 23 giugno 2021, 50 ss.

b) valutazione³⁷²: una volta classificate le esposizioni, è opportuno³⁷³ applicare alcune metodologie (anche combinandole tra loro) per misurare e verificare il potenziale impatto dei rischi ESG sulle esposizioni dell'istituto, così agevolando una comprensione approfondita delle vulnerabilità finanziarie dello stesso rispetto ai rischi ESG. Dato che le metodologie per quantificare i rischi ESG e i dati sottostanti usati come *inputs* di queste metodologie sono in evoluzione, viene consigliato un approccio integrato e, per quanto possibile, dinamico e flessibile. L'ABE procede nella descrizione delle metodologie che, allo stato, vengono maggiormente applicate dagli operatori del mercato: b1) il c.d. "Portfolio

³⁷² Gli Orientamenti richiedono, con riferimento alla micro e piccola impresa, che l'analisi venga effettuata «a livello di cliente; tuttavia, se del caso, gli enti possono anche considerare la possibilità di effettuare questa analisi a livello di portafoglio»; gli Orientamenti ABE, inoltre, sottolineano che nel caso di finanza a progetto, viene specificato che gli enti «dovrebbero valutare la fonte primaria di rimborso del prestito, vale a dire il reddito generato dalle attività (progetto) oggetto di finanziamento. Gli enti dovrebbero valutare il flusso di cassa associato al progetto, inclusa la futura capacità di generazione di reddito una volta che il progetto è stato completato, tenendo conto di qualsiasi restrizione normativa o legale applicabile (ad esempio, regolamentazione dei prezzi, regolamentazione del tasso di rendimento, ricavi soggetti a contratti "take or pay", legislazione ambientale e norme che incidono sulla redditività di un progetto)».

³⁷³ L'ABE precisa che «The examples provided are by no means exhaustive and should not be understood as best practices or advice by the EBA to prefer certain methods over others. The section is a stocktake of existing practices, it describes what is observed in the market, but does not create any obligation to use of any of the methods. It does not present a requirement to use all three methods at the same time and does not prevent institutions from using other methods» (ABE, *Report on management*, cit., 62).

alignment method”³⁷⁴; con questo approccio si tenta di comprendere quanto il portafoglio di un istituto sia allineato agli obiettivi globali (climatici) di sostenibilità. Il risultato della valutazione mostra quali cambiamenti sarebbero dovuti per contribuire al raggiungimento dei *targets* globali³⁷⁵; b2) il c.d. “*Risk framework method*”: con questo metodo, si tenta di comprendere quanto le questioni legate alla sostenibilità potrebbero impattare sul profilo di rischio complessivo cui è esposto il portafoglio dell’istituto; in altri termini, con questo metodo si comprende il grado di sensibilità del portafoglio rispetto all’impatto che i fattori ESG potrebbero avere su di esso. È uno strumento che permette all’istituto di gestire internamente i suoi rischi e allocare il proprio portafoglio nella modalità che ritenga sia la più efficiente possibile in relazione all’esposizione al rischio ESG; nell’alveo di questa metodologia, sono stati sviluppati due approcci: b2.1) il c.d.

³⁷⁴ Viene specificato che «as part of their risk management policies, institutions’ creditworthiness assessments of their counterparties are a fundamental part of the mechanisms for understanding and managing the ESG risks associated with prospective transactions», per cui «creditworthiness assessments where applicable, could include a sensitivity analysis. Loan origination criteria aligned with institutions’ risk appetite and limits, including the information and data to be collected on specific transactions, from a central part of ESG risk management framework. To that end, it is important that the credit decision is clear and encompasses all the conditions for the loan agreement, including those to mitigate the risks identified in the creditworthiness assessment, such as risks associated with ESG factors» (ABE, *Report on management*, cit., 112 s.); inoltre, viene specificato agli istituti di «consider the applicability of these metrics and methods (portfolio alignment, risk framework or exposure) for measuring and monitoring *individual exposures* (enfasi di chi scrive), groups of exposures or portfolios» (ABE, *Report on management*, cit., 117).

³⁷⁵ Uno strumento che viene utilizzato nell’alveo di questo approccio è il c.d. «Paris Agreement Capital Transition Assessment», o PACTA, sviluppato dal “2 Degrees Investing Initiative”, o 2DII. Per un’analisi degli altri strumenti che possono essere utilizzati all’interno del metodo del “Portgolio alignment”, si v. ABE, *Report on management*, cit., 64 ss.

“*climate stress tests-assessment*”, che può essere effettuato a livello di portafoglio, industria o controparte e con il quale si ipotizzano possibili scenari futuri caratterizzati da variazioni nei prezzi per un determinato bene, negli impatti fisici del cambiamento climatico (ad es. un aumento delle temperature) o nei cambiamenti che queste variabili provocano a livello sistemico o macroeconomico (ad es., nei livelli di disoccupazione), così da comprendere la tenuta del portafoglio o controparte rispetto a tali rischi; *b2.2*) il c.d. “*climate sensitivity analysis*”: un metodo più semplice di quello analizzato in precedenza che non prevede la configurazione di alcuno scenario complesso, ma integra il rischio climatico direttamente negli indicatori del rischio finanziario modificando qualche *input* sulla base della classificazione delle esposizioni secondo il loro contributo positivo o negativo al cambiamento climatico (ad es., classificandole in “green” o “dannose per l’ambiente”). Infine; *b2.3*) il c.d. “*Exposure method*”: questo approccio, forse quello più pratico tra quelli analizzati e il più facile da adottare da parte dei destinatari del rapporto, a differenza degli altri due metodi considera tutti i fattori della sigla ESG, senza focalizzarsi unicamente sul fattore “E”, e tenta di comprendere la *performance* rispetto ai fattori ESG delle singole esposizioni e controparti, pervenendo a uno *score* o *rating* sintetico³⁷⁶. Attraverso una comprensione dettagliata della

³⁷⁶ L’opzione tipicamente utilizzata per avere accesso a score ESG sintetici è quella di siglare appositi accordi di fornitura con Provider esterni. In alternativa si potrà ricorrere ad informazioni reperite in altro modo, tuttavia si evidenzia che «in assenza di *a*) metodologie condivise; *b*) un sistema di confronto tra i vari indicatori; *c*) una comune definizione, l’esistenza di molteplici *rating* o *score* ESG genera grande incertezza e, ad esempio, sembra essere percepita come un possibile ostacolo per le società che intendono quotarsi, se prive di *rating* ESG (si v. M. LEMBO, *op. cit.*, 2023,

79). Sull'utilizzo di *score* ESG forniti da *Provider* esterni, si v. E. ESCRIG-OLMEDO, M. Á. FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, I. FERRERO-FERRERO, J.M. RIVERA-LIRIO, M.J. MUÑOZ-TORRES, *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, in *Sustainability*, 2019, 11(3), 915, al seguente indirizzo <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/3/915>, che sottolinea, tuttavia, come «ESG rating agencies do not fully integrate the sustainability principles into the corporate sustainability assessment process»; v. anche OICV-IOSCO, *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Consultation Report*, novembre 2021, al seguente indirizzo <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>; per una analisi della normativa (assente) sul fenomeno del *rating* ESG e le modalità con cui si procede all'attribuzione dello *score* si v. S. MICHIELIN, *op. cit.*, 719, che, dopo aver sottolineato l'assenza di una informativa standardizzata e obbligatoria e alla circostanza che le stesse agenzie di *rating* individuano i dati da raccogliere, distingue tre fasi: «i) raccolta dati e documentazione dal soggetto in esame; ii) valutazione dei dati e iii) attribuzione del punteggio». Per quanto attiene alla prima, i dati alla base delle valutazioni ESG sono «forniti principalmente dalla società valutata, altri dati provengono da canali non ufficialmente controllati dalla società (es. *report* dei media o delle NGO). Infine, una terza fonte è rappresentata dai c.d. *third-party data* che includono le informazioni sulla società raccolti, analizzati e venduti da altri *data providers*». Per quanto attiene alla valutazione dei dati, si denota una «tendenza a prediligere gli aspetti ambientali e ad attribuire un'importanza minore alle tematiche sociali e di *corporate governance*», con il rischio che si attribuiscono «*rating positivi* alle società più attente ai profili ambientali senza un'effettiva analisi della sostenibilità dal punto di vista globale». Infine, per quanto riguarda l'assegnazione dello *score*, questo può essere espresso «in lettere o numeri», tuttavia esistono problematiche vistose, connesse alla possibilità che *rating* differenti possano essere attribuiti alla medesima società in dipendenza del processo usato per l'elaborazione dei *rating* (nel processo di misurazione, la sostenibilità è la somma delle diverse componenti che la compongono, oppure viene attenzionato solo il fattore ambientale? Quali indicatori vengono utilizzati per misurare i diversi fattori che compongono la sigla? Sul punto, v. F. BERG, J. F. KÖLBEL, R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG ratings*, in *Review of Finance*, 2022, 1315 ss.), di qui la necessità avvertita dal mercato di garantire che «ogni agenzia pubblichi sul proprio sito *web* (facilmente accessibile a chiunque) in modo chiaro e comprensibile il processo usato per l'elaborazione del *rating* ESG».

performance ESG della controparte, questo metodo sembra appropriato per l'attività di *screening* condotta nella procedura di concessione del prestito, in particolare perché riesce a garantire una valutazione più dettagliata e calibrata a livello di cliente rispetto agli altri metodi;

c) azione: l'istituto sulla base della valutazione effettuata, se del caso, adotta le opportune soluzioni per integrare i rischi ESG all'interno del *risk management* attraverso la definizione di una strategia di *business* e un approccio di gestione del rischio che garantisca il monitoraggio e il controllo dei rischi ESG, compresi obiettivi

Si segnala, per completezza, che a giudizio dell'Autore non è da escludere una possibile applicazione analogica alle agenzie di *rating* ESG della disciplina sull'art. 35-*bis* del reg. n. 462/2013 in tema di risarcimento del danno «qualora [...] il *rating* di sostenibilità possa essere qualificato come un parere – e non una mera opinione – che impatti effettivamente sulle decisioni di investimento e sull'immagine e attrattività finanziaria degli emittenti [...]». In merito alla responsabilità civile delle agenzie di *rating*, si v. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Le Agenzie di Rating*, A. PRINCIPE (a cura di), Milano, 2014, 394 ss.; D. BARRESI, *Il rating ESG delle società di capitali*, in *Riv. di dir. soc.*, 4, 2023, 759, secondo cui: «la mancanza di una espressa regolamentazione normativa rappresenta, da un lato, un'opportunità di elasticità e adattabilità del sistema di *rating* in tema ESG, oltre che di miglioramento per le tecniche di valutazione, ma, dall'altro, un rischio legato al *deficit* di comparabilità degli *output* e alla difficile configurazione di un coerente regime di responsabilità, in termini incompatibili con l'importanza dell'analisi degli impatti del *rating* ESG sul mercato e sui soggetti che vi operano, rispetto alla centralità acquisita dal concetto di sostenibilità e di successo sostenibile all'interno del diritto societario»; B. LOMBARDI, *La finanza sostenibile: la nuova regolamentazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili*, in *Riv. Trim. di diritto dell'economia*, suppl. n. 2 al n. 1/2022, 106, «l'assenza di vincoli stringenti alla disclosure, la carenza di informazioni comparabili, la mancanza di metriche oggettive e di un *set* di KPI *standard* per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie, rappresentano un freno alle strategie di investimento in ambito di sostenibilità».

e limiti, nonché eventuali aggiustamenti all'assetto organizzativo dell'istituto³⁷⁷.

2.2 Dal lato dell'impresa: gli assetti adeguati ex art. 2086, secondo comma, c.c. e il principio della prevenzione dei rischi finanziari

In linea con la ricostruzione fornita *supra* §I, 2 per cui il fattore “G” gode storicamente di un rilievo ancillare ma funzionale rispetto ai fattori “E” ed “S” (e, forse proprio per questo, ricopre un'importanza primaria), gli aspetti ESG che impattano statisticamente in misura maggiore sulla valutazione del merito creditizio sono proprio quelli legati alla *governance*³⁷⁸.

³⁷⁷ ABE, *Report on management*, cit., 23 giugno 2021, 54.

³⁷⁸ E. ESCRIG-OLMEDO, M. Á. FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, I. FERRERO-FERRERO, J.M. RIVERA-LIRIO, M.J. MUÑOZ-TORRES, *op. cit.*, 12, per cui la conformità alle regole dei codici di autodisciplina è oggi uno degli elementi che vengono maggiormente considerati nell'attribuzione di una valutazione ESG più alta; CERVED RATING AGENCY, *ESG Connect*, 30 settembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/sites/14/2023/01/CS_2022-10-05-CERVED-RATING-AGENCY-ESG-CONNECT.pdf. Cfr. ESG News, *Cerved Rating Agency: Investire nell'ESG riduce il rischio di credito*, disponibile online all'indirizzo <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>. L'analisi di Cerved Rating Agency ha osservato che gli aspetti ESG che impattano maggiormente sulla valutazione di merito creditizio sono quelli riguardanti la governance e che l'integrazione delle considerazioni ESG nella valutazione ha un peso sul *rating creditizio* che, nel caso del campione di Cerved, conferma il rating nel 45,98% dei casi, mentre nel 12,64% determina un *upgrade* e nel 41,38% un *downgrade*. I risultati dell'analisi di Cerved Rating Agency evidenziano, inoltre, come si passi dal 7,25% di probabilità di *default* delle piccole imprese non sostenibili all'1,55% di quelle che lo sono, a

Sotto il profilo della sostenibilità interna all'impresa richiedente il prestito, facendo riferimento al buon governo della stessa, è opportuno analizzare il D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (o Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, di seguito anche solo "CCIP"), entrato in vigore il 15 luglio 2022, e la riforma³⁷⁹ da questo attuata dell'art. 2086 del c.c. il quale, al comma 2, richiede

differenza delle imprese *mid e large* in cui la forbice di correlazione fra crisi di impresa e sostenibilità va rispettivamente dal 3,07% allo 0,87%. Si v. anche C. BELLAVITE PELLEGRINI, C. CANNAS, *Quali prospettive per una finanza sostenibile?* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022, 251; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 4, 2023, 564, secondo cui: «gli studi di finanza aziendale confermano l'esistenza di una relazione tra costo del capitale, performance dell'impresa e rating *ESG*, seppure il rapporto vari da settore a settore; in particolare mostrano [...] che in determinati settori all'aumento del rating *ESG* con riferimento al *pillar «environmental»* corrisponde un aumento medio del *ROA* di 4 punti percentuali, che in altri all'aumento del rating *ESG* con riferimento al *pillar «social»* corrisponde un miglioramento della *performance* d'impresa nel lungo periodo, e che in altri ancora all'aumento del rating *ESG* con riferimento al *pillar «governance»* corrisponde una riduzione vistosa del costo del capitale».

³⁷⁹ Si v. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI*, 8 marzo 2024, 55 ss.; S. A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della crisi (dal codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118, in Nuovo dir. soc.*, 8, 2021, 1292 s., per cui: «da un sistema di regole pensate per intervenire tendenzialmente quando la situazione imprenditoriale risulta compromessa e non recuperabile (insolvenza) aprendo quindi la via a processi liquidatori scarsamente soddisfatti per il ceto creditorio, si vira verso un meccanismo che punta ad "intercettare" anticipatamente la "difficoltà" (*recte*: lo «squilibrio») secondo la nuova formulazione del concetto di crisi introdotta dal decreto correttivo) e avviare un percorso di risanamento, anche in linea con le prescrizioni comunitarie contenute nella recente direttiva 2017/1132, da ultimo modificata con la direttiva 2019/1023, alla quale il codice dovrebbe essere stato adeguato».

ora che l'imprenditore³⁸⁰ *i*) si doti di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato, *ii*) che tale assetto sia idoneo *anche* al rilevamento tempestivo dei segnali di difficoltà aziendale, assicurando l'emersione anticipata delle situazioni di crisi³⁸¹, *iii*) che tale assetto garantisca l'attivazione tempestiva dei rimedi predisposti dal legislatore per il superamento della crisi e l'accesso tempestivo ai rimedi procedurali previsti per il recupero della continuità aziendale³⁸².

L'art. 2086, comma 2, c.c., quindi, richiede all'imprenditore collettivo di dotarsi di assetti adeguati rispetto alle dimensioni dell'impresa *anche* al fine di rilevare tempestivamente i segnali di crisi e la perdita della continuità aziendale; similmente, l'art. 3, comma 1, CCII, richiede all'imprenditore individuale di adottare le «misure idonee a rilevare

³⁸⁰ Ai sensi dell'art. 2086 c.c.: «L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

³⁸¹ I. VERONESI, *Sostenibilità e rischio di impresa. Responsabilità e vantaggi derivanti dalla gestione integrata dei rischi e dall'adozione di comportamenti aziendali sostenibili*, in *www.diritto.it*, 28 ottobre 2022.

³⁸² Con il termine “continuità aziendale” si fa riferimento alla «capacità dell'azienda di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro relativo a un periodo di almeno 12 mesi dalla data di riferimento del bilancio» (si v. OIC, *Principi contabili, Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*, marzo 2018, al seguente indirizzo: <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2018-03-OIC-11.pdf>).

tempestivamente lo stato di crisi³⁸³ e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte»³⁸⁴.

³⁸³ La nozione di crisi, di cui si parla in termine probabilistici, è costruita attorno al principio della prevenzione anticipata dei rischi. Dispone l'art. 3 del CCII, infatti, quanto segue: «1. L'imprenditore individuale deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte. 2. L'imprenditore collettivo deve istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative. 3. Al fine di prevedere tempestivamente l'emersione della crisi d'impresa, le misure di cui al comma 1 e gli assetti di cui al comma 2 devono consentire di: *a)* rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore; *b)* verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi e rilevare i segnali di cui al comma 4; *c)* ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il *test* pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, al comma 2. 4. Costituiscono segnali per la previsione di cui al comma 3: *a)* l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni pari a oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni; *b)* l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti; *c)* l'esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni; *d)* l'esistenza di una o più delle esposizioni debitorie previste dall'articolo 25-novies, comma 1.»

³⁸⁴ L'obbligo dell'istituzione degli adeguati assetti spetta all'organo amministrativo, anche per le s.r.l., cui il CCII ha espressamente esteso l'art. 2381 c.c., specificando che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile deve essere «adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa», con obbligo, per gli amministratori con deleghe, di «riferire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla

Sotto il profilo dell'adeguatezza degli assetti³⁸⁵, l'impresa dovrebbe essere in grado di identificare i fattori di rischio

società e dalle sue controllate». Per quanto riguarda l'imprenditore individuale, comunque, essendo quello di adeguatezza un principio di portata generale, deve ritenersi che qualora l'impresa, seppure riferibile ad una persona fisica, presenti una certa complessità, anche sull'imprenditore individuale incombe l'obbligo di istituire l'assetto adeguato della struttura societaria (I. VERONESI, *op. cit.*). Si v. Trib. Catania, Sez. spec. Imprese, 8 febbraio 2023, in *OneLegale*, secondo cui la carenza degli adeguati assetti integra una grave irregolarità degli amministratori: «E' evidente che nella specie, in carenza di assetti organizzativi ex art. 2086, comma 2, c.c., che non risultano essere mai stati sollecitati neppure dal collegio sindacale, non si pone alcun problema di limiti di sindacabilità delle scelte operate dal CdA, configurandosi, di contro, un grave inadempimento degli obblighi gravanti sull'organo gestorio. Risulta, quindi, ad avviso del Tribunale configurabile una grave irregolarità, palesemente foriera di possibile pregiudizio sia per gli interessi dei creditori che per la società B. S.p.A., e ricorrono i presupposti ex art. 2409 c.c. per l'adozione del provvedimento di revoca dell'organo amministrativo delle B. S.p.A. e di nomina di amministratore giudiziario per la pregiudizievole inerzia rispetto all'adozione delle misure imposte dall'art.2086, comma 2, c.c.». Sulla (non) sussistenza di un obbligo in capo agli amministratori di fornire chiarimenti riguardo alle politiche adottate dalla società per governare i rischi dell'attività in relazione all'ambiente e al personale, si v. C. CINCOTTI, *Relazione sulla gestione*, in O. CAGNASSO, I. DE ANGELIS, G. RACUGNO, *Il bilancio di esercizio*, in *Il Codice Civile. Commentario* fondato da P. SCHLESINGER, continuato da F. BUSNELLI, Milano, 2018, 514 s., secondo cui: «Fermo l'obbligo di esporre i rischi e le incertezze, la norma (n.d.a. l'art. 2428 c.c.) non richiede espressamente all'organo amministrativo di chiarire se e quali siano le politiche adottate dalla società per governare i rischi medesimi, tuttavia, è evidente che l'assetto organizzativo della società non potrà certo ritenersi adeguato, ai sensi dell'art. 2381 c.c., ove i rischi e le incertezze, pur mappati, non siano stati prevenuti e nei limiti del possibile gestiti».

³⁸⁵ La norma si limita a richiedere l'adeguatezza degli assetti senza che venga cristallizzata in un obbligo specifico le modalità con cui garantirlo, e ciò in ragione della difficoltà di individuare un parametro *standard* cui qualsiasi impresa possa orientarsi. Peraltro, la disposizione rispetta la c.d. *business judgment rule* che indica l'insindacabilità delle scelte manageriali: l'idoneità dell'assetto aziendale andrà valutata, pertanto, caso per caso in base alla ragionevolezza e alla giustificabilità delle scelte adottate (A. MICOCCHI, *Adeguati assetti: il legame tra fattori ESG e crisi d'impresa*, in *www.riskcompliance.it*, 29 agosto 2023). Un parametro, tuttavia, per

aziendali e valutare l'impatto di singoli eventi sull'equilibrio economico-finanziario³⁸⁶ e, così, garantire la tenuta dell'impresa e la sua capacità di produrre ricchezza *pro futuro*³⁸⁷, nonché, sotto il profilo della prevenzione anticipata della crisi, la gestione tempestiva della stessa utilizzando i rimedi previsti dal CCII.

Secondo certa dottrina³⁸⁸, il principio dell'adeguatezza degli assetti³⁸⁹ e della prevenzione anticipata della crisi³⁹⁰ imporrebbero, in chiave sistematica, la necessità che l'organo

comprendere se l'assetto organizzativo-contabile risulta adeguato può essere costituito dalle *check-list* operative rese disponibili dalla Fondazione Nazionale dei Commercialisti: si v. C. BAUCO, R. DE LUCA, N. LUCIDO, A. PAGANI, *Assetti organizzativi, amministrativi e contabili: check-list operative*, 25 luglio 2023, consultabile al seguente indirizzo: [file:///Users/giorgiotoso/Downloads/2023_07_25_Assetti%20organizzativi%20amministrativi%20e%20contabili%20check%20list%20operative_%20\(1\).pdf](file:///Users/giorgiotoso/Downloads/2023_07_25_Assetti%20organizzativi%20amministrativi%20e%20contabili%20check%20list%20operative_%20(1).pdf).

³⁸⁶ M. PRISCO, *op. cit.*

³⁸⁷ A. MICOCCHI, *op. cit.*

³⁸⁸ A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econom.*, suppl. n. 3 al n. 1, 2022, 88, per cui: «le decisioni riguardanti l'assetto organizzativo sono considerate scelte di gestione in senso ampio e, dunque, devono essere adeguate anche in termini di sostenibilità, nell'ottica della prevenzione di eventuali crisi aziendali»; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2023, I, 565, secondo cui è necessario «curare l'andamento della gestione e la mappatura dei rischi, per cui è lecito affermare che rientra tra i doveri organizzativi degli amministratori, e integra il canone comportamentale di diligenza professionale, il perseguimento della sostenibilità sia finanziaria che socio-ambientale, quindi interna ed estera».

³⁸⁹ Quando si parla di adeguatezza degli assetti, invero, non si fa riferimento solamente all'organizzazione aziendale ma anche alla struttura patrimoniale, alle articolazioni organizzative (a livello statutario, di disegno complessivo della *governance* societaria) e le competenze degli organi sociali, etc.

³⁹⁰ Si v. G. D'ATTORE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 60 ss.

gestorio dell'impresa tenga conto, pure, dei rischi ESG nella costruzione dei presidi in questione. Il tema, invero, non riguarda soltanto il piano dell'osservanza della specifiche discipline poste dal legislatore a tutela dell'ambiente o della sicurezza sui luoghi di lavoro³⁹¹ - e, quindi, le modalità con cui articolare sotto tale aspetto (l'intera) organizzazione dell'impresa -, che configura per gli amministratori della società un obbligo pacifico, ma anche la questione legata alla valutazione dell'adeguatezza degli assetti qualora lo statuto imponga agli organi interni dell'impresa di tenere condotte gestorie che valorizzino la tutela di beni giuridici e interessi altri³⁹² (si intende, anche a scapito del perseguimento dello scopo

³⁹¹ Si pensi al testo unico per la sicurezza sul lavoro di cui al D.Lgs. 9 aprile 2008, n. 81; alla responsabilità amministrativa da reato delle persone giuridiche di cui al d.lgs. 231 del 8 giugno 2001, all'estensione dei reati presupposto anche rispetto alle previsioni incriminatrici a tutela dell'ambiente (si v. Part. 25-*undecies*) e alla possibilità che, a fronte di una mancata edificazione del presidio organizzativo, l'ente si trovi esposto – in propagazione della responsabilità penale dei suoi apicali – a sanzioni gravose, pure interdittive, in grado di compromettere la stessa sopravvivenza dell'attività imprenditoriale.

³⁹² Il tema travalica i fini del presente lavoro. Si v. gli Orientamenti dei Notai del Triveneto, al seguente indirizzo: <https://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-300-esg-e-clausole-di-sostenibilita.html#inizio>. Si consenta di rinviare a, *ex multis*, M. STELLA RICHTER JR., *Scelta del sistema di amministrazione e valutazione dell'assetto organizzativo nelle società azionarie*, in *Riv. Dir. civ.*, 2015, 2, 493 ss.; M. PRISCO, *op. cit.*; G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 344 ss.; P. M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 1010 per una analisi delle ricadute che il principio dell'adeguatezza degli assetti – anche riferita alla prevenzione della crisi - esplica con riferimento alle società quotate che perseguono il “successo sostenibile” (v. art. 1 del Codice di Corporate Governance) o alle società *benefit* ai sensi della l. 28 dicembre 2015, n. 208 che perseguono “obiettivi di beneficio comune” nell'esercizio dell'attività d'impresa. Per gli Autori citati, la componente di assetti volti alla individuazione tempestiva dei segnali di erosione del successo finanziario dovranno considerare anche l'impatto dei rischi ESG su eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, in particolar modo sulla sostenibilità dei debiti, e ciò in quanto il paradigma del successo sostenibile attualizza la relazione tra rischi finanziari e rischi ESG

lucrativo³⁹³), andando oltre al mero rispetto della disciplina in materia di tutela ambientale e dei lavoratori, nonché il tema legato al margine di discrezionalità di cui gode l'organo gestorio stesso nel perseguimento, anche sistematico e non occasionale, di ragioni di responsabilità sociale pure in mancanza di una clausola statutaria che disponga in tal senso (sotto tale ultimo rilievo - che la distanza con le finalità del presente lavoro non permette di trattare *funditus* - si permetta di fare riferimento all'arrivo dottrinale per cui debba considerarsi legittimo il comportamento degli amministratori teso a valorizzare interessi "altri" anche in assenza di clausola statutaria, purché nel rispetto del limite costituito dal sacrificio irragionevole dello scopo lucrativo e sempre che sia diretto al perseguimento dell'interesse dell'impresa³⁹⁴).

A questo punto ci si chiede se non si possa ricorrere all'art. 2086 c.c. per fondare il dovere di dotarsi, da un lato, di assetti organizzativi,

nell'alveo della nozione di assetti adeguati. Dal lato banca, invece, per una analisi dell'art. 111-*bis* t.u.b. e dello scopo della c.d. "banca etica", si v. S. CICERI, *Luci e ombre della banca etica: la realizzazione dello scopo etico tra responsabilità degli amministratori e codici di comportamento*, in *Studium Iuris*, 28, 1144 ss.

³⁹³ P. M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. Dir. Civ.*, 6, 2022, 993 ss.

³⁹⁴ Oltre alle riflessioni contenute *supra* §I, 1, si v. D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, 1, 1031, il quale osserva che la possibilità di considerare adeguatamente gli interessi degli *stakeholders* presuppone la sopravvivenza dell'impresa e la salvaguardia della sua capacità di produrre profitto, per cui la prospettiva finalistica del profitto non deve certo essere ridimensionata; M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e Impresa*, 1, 2023, 54 ss; M. STELLA RICHTER JR, M. L. PASSADOR, C. SERTOLI, *Tendenze e prospettive delle società benefit*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022, 213 ss.

amministrativi e contabili adeguati rispetto ai rischi ESG e, dall'altro, che detti assetti siano idonei *anche* a rilevare preventivamente quella crisi innescata da una materializzazione dei rischi ESG, nonchè adatti alla sua tempestiva gestione attraverso gli strumenti predisposti dal CCII. Sotto il primo profilo, secondo un certo indirizzo dottrinale³⁹⁵, essendo il rischio ESG prevedibile³⁹⁶, andrebbe tenuto senz'altro in considerazione nella predisposizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e nella valutazione della loro adeguatezza da parte sia dei consigli di amministrazione di tutte le società che dell'impresa individuale, pur

³⁹⁵ In merito, si v. L. NAZZICONE, *L'art. 2086 c.c.: uno sguardo d'insieme*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa* (Quaderno Scuola Superiore della Magistratura, n. 18), Roma, 2022, 44 ss; S. BRUNO, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell'art. 2086 c.c.*, in *Banca impr. società*, 2020, 47; P. M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 993 ss.

³⁹⁶ Si pensi, ad es., alla disciplina sul risarcimento in forma specifica promossa dal Ministero dell'ambiente *ex art.* 311, comma 2, periodo 1, t.u.a. per danno ambientale e alla rilevanza delle c.d. attività pericolose, individuate nell'allegato 5 del t.u.a.: per tale ipotesi viene configurata una forma di responsabilità oggettiva dell'ente per l'integrazione della quale appare irrilevante il grado di diligenza impiegato dal soggetto che esercita il controllo sull'attività economica al fine di ovviare al danno. Sotto tale profilo, considerato l'impatto che avrebbero le sanzioni irrogate sulla stessa sopravvivenza dell'impresa in caso di accertata responsabilità ambientale, sembra di potersi ritenere esigibile dall'ente e, quindi, da parte dei suoi organi interni, il dovere di edificare i migliori presidi preventivi possibili per le attività indicate dalla legge come pericolose e che in tanto potranno essere considerati adeguati in quanto garantiscano il rispetto degli *standard* più elevati in base alle conoscenze consentite dalla migliore tecnica disponibile (P. M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 993 ss). Proseguendo tale ragionamento, l'Autore citato arriva a ritenere che l'adeguatezza, in tal caso, consistendo nella necessità di prevenire ogni rischio rilevante in attività pericolose, integra una sorta di barriera legale all'ingresso delle imprese nel mercato in cui intendono esercitare dette attività.

sempre valorizzando i principi di proporzionalità³⁹⁷, ragionevolezza³⁹⁸ e la c.d. *business judgment rule*. A giudizio di chi scrive, anche alla luce dell'attenzione del regolatore europeo al tema della sostenibilità (senza considerare gli sforzi che il legislatore costituzionale italiano ha profuso riformando gli artt. 9 e 41 Cost.) e alla normativa da questo prevista, lato banca, mirata ad *anticipare* la tutela dei fattori ESG ad un momento antecedente la loro materializzazione attraverso gli obblighi di

³⁹⁷ Il principio in commento imporrà, ad es., che il giudizio sulla adeguatezza del modello 231 “idoneo” alla prevenzione dei reati-presupposto, anche in materia ambientale, vada gradato in ragione dello scopo dell'ente e alle sue dimensioni, di modo che, sotto il primo profilo, non possa aspettarsi dall'ente *non-profit* la stessa assegnazione di risorse destinate a edificare i presidi penal-preventivi in materia di tutela ambientale di quella effettuata dall'ente lucrativo che, a differenza del primo, dovrebbe essere economicamente e finanziariamente più sostenibile. La necessità di calibrare lo *standard* di adeguatezza in ragione dei limiti dimensionali è, anzi, confermata, ad es., dallo stesso art. 6, comma 4, D.Lgs. 231/2001, che consente all'ente di piccole dimensioni di non dotarsi dell'OdV. Sul punto, si v. P. M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 1001.

³⁹⁸ G. BUFFELLI, *Gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili: analisi e note di rilievo da recente giurisprudenza*, in www.diritto dellacrisi.it; P. M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 1000 ss., per cui: «la via migliore per pervenire ad un'appropriata definizione di quale sia il livello minimo a cui debba porsi l'adeguatezza degli assetti appare quella di un accorto (ed invero non semplice) uso del criterio di proporzionalità. Criterio, questo, che anche il legislatore sembra aver fatto proprio allorquando impone espressamente all'impresa di adottare la “migliore tecnologia disponibile” per limitare gli effetti di una certa fonte di inquinamento (d.p.r. 24 maggio 1988, n. 203, in materia di inquinamento dell'aria), ma poi definisce tale “migliore tecnologia” come “sistema tecnologico adeguatamente verificato e sperimentato che consente il contenimento e/o la riduzione delle emissioni a livelli *accettabili* per la protezione della salute e dell'ambiente, *sempre che l'applicazione di tali misure non comporti costi eccessivi* (art. 2, comma 7, d.p.r. n. 203/1988, cit.)”»

disclosure di cui si è trattato³⁹⁹, e proprio in ragione dell'avvenuta comprensione dei meccanismi attraverso cui il rischio ESG si materializza in un rischio finanziario, le imprese non possono non tenere in considerazione, nella predisposizione dei propri assetti interni, i rischi connessi alla sostenibilità senza, con ciò, violare il precetto di cui all'art. 2086, comma 2, c.c., che richiede all'imprenditore la costruzione di un assetto amministrativo, organizzativo e contabile *adeguato*.

Invero, una specificazione del principio dell'adeguatezza degli assetti *ex art.* 2086, comma 2, c.c. nel senso di costituire validi strumenti di prevenzione dei rischi finanziari connessi ai rischi ESG in virtù, appunto, del principio della prevenzione dei rischi finanziari, utili per la preservazione del valore di un'impresa nella parte in cui possa essere compromesso dalla mancata neutralizzazione dei rischi ESG⁴⁰⁰, già potrebbe rintracciarsi nella normativa europea sulla finanza sostenibile⁴⁰¹,

³⁹⁹ G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 337 s., per cui: «la rilevanza finanziaria dei rischi di sostenibilità riconosciuta dalla normativa settoriale pare trascendere il perimetro di quest'ultima per permeare anche la emergente disciplina della sostenibilità societaria».

⁴⁰⁰ G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 338; si v. anche G. D'ATTORRE, *Sostenibilità e responsabilità sociale nella crisi d'impresa*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2021.

⁴⁰¹ Per una riflessione sulla rilevanza dei fattori di sostenibilità che supera l'ambito applicativo della CSRD, si v., in merito ai vizi della relazione sulla gestione, Trib. Milano, Sez. spec. Impr., 22 settembre 2022, con nota di O. CAGNASSO, *I vizi della relazione sulla gestione e la loro rilevanza*, in *Società*, 7, 2023, 834 ss., secondo cui: «Al di là della previsione dell'obbligo di fornire informazioni non finanziarie a carico di determinati soggetti, tendenzialmente imprese di grandi dimensioni, l'art. 2428 c.c., come si è già sottolineato, dispone, al secondo comma, che l'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, che costituisce il nucleo della relazione sulla gestione, contiene, nella misura necessaria, gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, *comprese le informazioni attinenti all'ambiente ed al personale*. Pertanto, all'interno

in particolare nell'art. 19-*bis* della CSRD⁴⁰² e nel correlato obbligo di *disclosure* con riferimento alle «azioni intraprese dall'impresa per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni».

L'articolo evocato non prevede un obbligo specifico riguardante le modalità di integrazione di simili fattori negli assetti

della disciplina del bilancio in forma ordinaria, la relazione sulla gestione deve fornire, tenuto conto dell'attività specifica della società, informazioni relative all'impatto e ai rischi dell'attività in relazione all'ambiente e al personale».

⁴⁰² L'articolo, seppur nel perimetro del proprio ambito applicativo, richiede di includere nella rendicontazione di sostenibilità, «a) una breve descrizione del modello e della strategia aziendali dell'impresa, che indichi i) la resilienza del modello e della strategia aziendali dell'impresa in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità; [...]; iii) i piani dell'impresa, inclusi le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile [...]; ii) il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità; v) la modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità; [...] f) una descrizione: i) delle procedure di dovuta diligenza applicate dall'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità e, ove opportuno, in linea con gli obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza; ii) dei principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività dell'impresa e alla sua catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura, delle azioni intraprese per identificare e monitorare tali impatti, e degli altri impatti negativi che l'impresa è tenuta a identificare in virtù di altri obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza; iii) di eventuali azioni intraprese dall'impresa per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni; g) una descrizione dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità, compresa una descrizione delle principali dipendenze dell'impresa da tali questioni, e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa; h) indicatori pertinenti per la comunicazione delle informazioni di cui alle lettere da a) a g). [...]».

organizzativi e negli atti gestori da questi promananti, ma, appunto, un obbligo di pubblicazione che tuttavia postula l'avvenuta predisposizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili rilevanti in tema ESG. Tale circostanza si allinea alla c.d. *business judgment rule*, principio per cui i criteri in base ai quali costruire detti assetti rimangono prerogativa esclusiva dei soggetti destinatari della normativa e che lascia spazio all'arbitrio da parte dell'organo gestorio⁴⁰³.

In merito, invece, al secondo profilo, l'art. 2086, comma 2, c.c. fonderebbe l'obbligo, incombente sull'organo gestorio, di predisporre quegli assetti adeguati *anche* alla rilevazione tempestiva della crisi (ossia la probabilità di insolvenza, con particolare riguardo alla sostenibilità dei debiti) e della perdita di continuità aziendale (ossia, la persistenza dell'impresa sul mercato) innescata dai fattori ESG⁴⁰⁴, nonché alla sua tempestiva gestione attraverso gli strumenti predisposti dal CCII.

⁴⁰³ Proprio in virtù della *business judgment rule*, si potrebbe intravedere lo spazio per un arbitrio dell'organo gestorio rispetto alla selezione del fattore di sostenibilità da privilegiare, circostanza ineliminabile proprio per l'eterogeneità dei fattori che compongono la sigla ESG e che possono risultare contraddittori. Sul punto, oltre alla dottrina citata *supra* §I, 1, si v. E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss. Sul punto, si v. P. AROSIO, *Cos'è il greenwashing*, in *La Repubblica Quotidiano*, 29 febbraio 2024, che denuncia come le aziende, nonostante la normativa sulla *disclosure* analizzata o di prossima emanazione (si v. la Proposta della Direttiva *Empowering consumers for the green transition*; la *Green claim Directive*) stanno riducendo la comunicazione riguardante le proprie azioni e i propri obiettivi di sostenibilità al fine di evitare il giudizio dell'opinione pubblica (clienti, investitori, media). Il fenomeno è stato definitivo come "greenwashing".

⁴⁰⁴ Intravede la presenza di un "onere gestorio" verso i soci e i creditori della società, più che un dovere, G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 349, secondo cui: «in questa prospettiva, sembra infatti che il discrimen tra obbligatorietà (nel senso anzidetto di onere gestorio, n.d.a.) e discrezionalità

Sotto tale aspetto, *i*) nella fase *fisiologica* della predisposizione degli assetti adeguati, l'instaurazione di un dialogo costante con il creditore bancario pare costituire il primo gradino utile (anche per lo stesso istituto⁴⁰⁵) alla prevenzione anticipata della crisi e alla sua gestione tempestiva⁴⁰⁶, poiché volta al monitoraggio⁴⁰⁷ della sostenibilità (anche in chiave ESG) del debito⁴⁰⁸, a maggior ragione quando tale interlocuzione si colloca nella fase in cui l'impresa, *in bonis*, sta predisponendo gli assetti in

della tutela dei fattori di sostenibilità possa rinvenirsi sul crinale della connessione delineatesi tra mitigazione dei rischi ESG e preservazione della continuità aziendale».

⁴⁰⁵ Si v. A. BERTI, *op. cit.*, 14, secondo cui gli Orientamenti dell'ABE in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti rivolti agli istituti finanziari, investono le PMI di una «mole di richieste alle quali non hanno mai voluto o saputo rispondere», circostanza che costituisce un'occasione irripetibile per «cominciare a ragionare di una comunicazione finanziaria che sia completa, tempestiva e [...] imperniata su sistemi di controllo, di gestione finalmente al servizio dell'impresa e dell'imprenditore». Invero, «la necessità di redigere il *budget* di tesoreria per le imprese, perlomeno a sei mesi, calcolando l'Ebitda e la sua capacità di fronteggiare le obbligazioni in scadenza, non può che divenire [...] il nucleo di un sistema informativo aziendale che, a partire da un sistema di controllo di gestione che consenta [...] la verifica tempestiva dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale storico, sia anche in grado di tradursi in piani economico-finanziari seri e credibili».

⁴⁰⁶ M. PRISCO, *L'impatto ESG sugli assetti societari del Codice della crisi d'impresa*, in *Norme e Tributi Plus Diritto*, 20 ottobre 2022; G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 351.

⁴⁰⁷ L'impresa finanziata e l'istituto di credito, ad ogni modo, dovrebbero già essere tenuti ad informare la propria controparte in merito alle circostanze che rilevano nell'esecuzione del contratto in base al principio della buona fede *in executivis* di cui all'art. 1375 c.c.

⁴⁰⁸ V. P. ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, Roma, 19 gennaio 2022.

commento⁴⁰⁹. Più nel dettaglio, essendo l'impresa bancaria tenuta ad ancorare i fattori di sostenibilità alla valutazione del merito creditizio e, in base ad essi, decidere sul costo del finanziamento accordando, ovvero la classificazione dell'esposizione maturata all'interno del portafoglio prestiti⁴¹⁰, la possibile revoca degli affidamenti etc.⁴¹¹, l'organo gestorio dell'impresa prenditrice o potenziale prenditrice, conscio dell'impatto sulla propria continuità aziendale che potrebbe avere l'adozione di contromisure da parte della banca nel caso di un peggioramento dei parametri di sostenibilità economico-finanziaria provocato dalla materializzazione di un rischio ESG, e in ottica di prevenzione della crisi, non può che, essa stessa, implementare una cultura del rischio⁴¹² che tenga in considerazione i predetti fattori di

⁴⁰⁹ Cioè, quegli assetti idonei, secondo l'art. 3, comma 3, CCII a «a) rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore; b) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi e rilevare i segnali di cui al comma 4»

⁴¹⁰ Si v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1, 2023, 6 ss. per la suggerita classificazione tra i) *green credit*; ii) *credit likely to turn brown* e iii) *brown credit*, che ricalca la attuale tripartizione, introdotta dal principio contabile IFRS 9, delle posizioni debitorie in i) *performing*, ii) *underperforming* e iii) *non-performing*. Sulla seconda tripartizione evocata, si v. F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *op. cit.*, 27-68 ss.

⁴¹¹ Si v. l'art. 25-*decies* del CCII, che impone alle banche e agli altri intermediari finanziari di comunicare agli organi di controllo societari le variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti e, quindi, ogni mutamento potenzialmente significativo nella valutazione di ciascun rapporto in corso o futuro.

⁴¹² E, in effetti, tale eventualità è proprio quella ricercata dal legislatore europeo in materia di finanza sostenibile, mirando alla creazione di una cinghia di trasmissione della sostenibilità che promana dall'istituto di credito, destinatario della normativa di settore e in possesso di sofisticati dati e modelli di computazione dei rischi ESG (di credito), e finisce per

sostenibilità in quanto funzionali non solo alla competitività della società nel mercato, ma anche alla sopravvivenza della stessa.

Venendo ora alla *ii)* fase *patologica* riguardante l'attivazione delle misure predisposte dall'ordinamento per il superamento della probabilità di insolvenza e il recupero della continuità aziendale, soffermandoci sull'istituto della composizione negoziata e ricordando che, per accedervi, è richiesta la sussistenza di una condizione duplice, ovvero *a)* una situazione genericamente qualificabile come “crisi” e *b)* la ragionevole previsione che, facendo ricorso all'istituto evocato, si possa garantire la continuità dell'attività d'impresa⁴¹³, i fattori ESG potrebbero rilevare non solo come *rischi* in termini di avvenuta materializzazione della crisi (sulle cui concause gli amministratori della società in crisi dovranno soffermarsi ai fini di una loro individuazione, stima e comunicazione ai creditori⁴¹⁴) ma, a ben vedere, anche ai fini del ragionevole perseguimento del risanamento dell'impresa⁴¹⁵, laddove il raggiungimento di *obiettivi* di sostenibilità incontri l'interesse dei creditori bancari e possa

coinvolgere i doveri di sostenibilità, primariamente finanziaria, della società richiedente il prestito o già sovvenuta.

⁴¹³ Art. 12 CCII; S. BONFATTI, *La procedura di Composizione Negoziata per la soluzione della Crisi d'Impresa: funzione, natura, presupposti ed incentivi*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 20 settembre 2023;

⁴¹⁴ G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 361 s., che si sofferma anche sul dovere di leale collaborazione tra impresa e creditori nel corso delle trattative *ex art. 4*, comma 4, CCII e sul dovere di illustrare la propria situazione in modo completo, veritiero e trasparente ai creditori, ai sensi dell'art. 4, comma 2, lett. a), CCII in merito, anche, ai rischi di sostenibilità.

⁴¹⁵ R. O. CAVAZZANA, A. PONZIO, *Effetti dei climate-related risk sui bilanci*, in *Bilancio e revisione*, 3, 2022, 38.

aprire a nuove prospettive di finanziamento⁴¹⁶. Si pensi, ad es., alla possibilità di una concessione di nuova finanza, in costanza di

⁴¹⁶ Per una analisi sulla necessità di contemperare, da un lato, i valori della sostenibilità ambientale e sociale (e quindi gli interessi “altri”) e, dall’altro, i diritti degli *stakeholders* qualificati dell’impresa (quali i creditori della stessa) nella fase della liquidazione giudiziale e in sede di concordato preventivo, si permetta di rinviare ai contributi qui citati, vista la difficoltà di trattare *funditus* la questione: G. FAUCEGLIA, *Sostenibilità ambientale e crisi d’impresa*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2023, I, 526 ss; G. D’ATTORRE, *Sostenibilità e responsabilità sociale nella crisi d’impresa*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2021, secondo cui: «l’interesse dei creditori rappresenta il fine della procedura di fallimento/liquidazione giudiziale ed il criterio che deve orientare le scelte degli organi della procedura», tuttavia sussiste la necessità di contemperare detto interesse con «altri interessi di pari rilevanza costituzionale». Il punto di equilibrio andrebbe trovato, da un lato, nell’esigenza di limitare l’interesse dei creditori «nello stretto limite necessario per non arrecare un irragionevole pregiudizio agli altri interessi di pari rilievo costituzionale», per cui il sacrificio dell’interesse dei creditori «deve servire ed essere indispensabile per la migliore realizzazione di un altro interesse rilevante, pena l’irragionevolezza della limitazione», dall’altro riconoscendo al diritto dei creditori un «contenuto minimo non tangibile», costituito dal livello del presumibile soddisfacimento che collettivamente avrebbero potuto conseguire in mancanza della procedura. Con riferimento, invece, alla relazione tra sostenibilità e concordato preventivo, l’autore citato trova difficile sostenere che sia «giuridicamente possibile imporre una soddisfazione sub-ottimale dei creditori per ridurre l’impatto sociale e ambientale dell’attività d’impresa [...] perché la scelta è rimessa comunque al voto dei creditori», anche se il terreno della fase di esecuzione del concordato in continuità aziendale potrebbe fornire spunti di riflessione in merito al quadro dei doveri degli amministratori laddove si consideri che vi è stato incluso anche il dovere di valutare i profili di sostenibilità. G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d’impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, II, 334. Si fa riferimento, in particolare, a un meccanismo che opera «per stadi successivi: i nuovi strumenti di rilevazione precoce della crisi (assetti e doveri di controllo *ex art. 12 e 14*, primo comma, prima parte) attivano un *set* di meccanismi reattivi dapprima interni (*art. 14*, primo comma, ultima parte), poi esterni (*art. 14*, secondo comma), volti alla sua *composizione* mediante il recupero della continuità; ove questo obiettivo non sia raggiunto o non possa essere raggiunto nonostante la tempestività dell’intervento, al debitore si prospetta un variegato catalogo di soluzioni per la *regolazione* della

composizione negoziata, diretta alla realizzazione di progetti di sostenibilità (su cui v. *infra* §IV, 1) funzionali alla diminuzione di esternalità ESG: l'istituto di credito potrebbe richiedere un *pricing* più vantaggioso per l'impresa qualora consideri compatibile con la tutela, ad es., ambientale lo scopo del finanziamento, sempre che, da un lato, l'istituto di credito valuti *utile* il finanziamento ESG rispetto alle prospettive di risanamento considerandolo idoneo ad influire positivamente sul merito creditizio dell'impresa (e dunque sulla sua liquidità, a vantaggio di tutti i creditori) anche *pro futuro*, e, dall'altro lato, che sussistano fondate ed oggettive prospettive che l'impresa sia in grado di superare la crisi in base ad un il giudizio di ragionevolezza *ex ante*, così rendendo il finanziamento adeguato al miglior soddisfacimento dei creditori nonché a garantire la continuità aziendale⁴¹⁷.

Volendo ora concludere il ragionamento svolto, l'adeguatezza degli assetti societari (fattore "G", piano della sostenibilità interna), costituendo la «punta di cristallo» su cui si regge l'intero sistema dei rimedi alla crisi⁴¹⁸, dovrebbe essere valutata da parte dell'istituto di credito nell'alveo della verifica del merito creditizio anche tenendo in considerazione quei presidi di *governance* e controllo

crisi (art. 56 ss.), ordinato oggi con gradualità sia di obiettivi (il superamento della crisi oppure altrimenti la liquidazione) sia di eterointegrazione (*in primis* gli accordi stragiudiziali, solo attestati oppure anche omologati; segue il concordato con finalità di continuazione o liquidatorie; infine la liquidazione giudiziale, *olim* fallimento)» (S. A. CERRATO, *L'obbligo*, *op. cit.*, 1293 s.).

⁴¹⁷ G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 365

⁴¹⁸ S. A. CERRATO, *L'obbligo*, *op. cit.*, 1294.

preposti alla sfera ESG⁴¹⁹ e all'impatto che, eventualmente, i rischi di sostenibilità possono avere sugli equilibri di carattere patrimoniale, economico o finanziario dell'azienda, laddove si materializzassero⁴²⁰. L'istituto di credito, più nello specifico, dovrebbe valutare attentamente la circostanza che la propria controparte abbia adottato un modello aziendale di gestione e organizzazione dell'attività d'impresa idoneo a identificare, monitorare e gestire il rischio che condotte aziendali impattino sui fattori ESG (sostenibilità esterna). In tal senso rileva, ad es., l'avvenuta predisposizione di un modello 231 (il c.d. "MOG", Modello di organizzazione, gestione e controllo) che contempli la gestione dei rischi ESG; l'adozione di *policy* e procedure adeguate in materia ESG che prevedano la promozione di attività di formazione specifica per una migliore comprensione e gestione di rischi ed opportunità correlati ai temi ESG e al loro impatto sull'attività d'impresa; nonché una corretta e adeguata contestualizzazione, negli assetti societari, degli organismi di vigilanza⁴²¹, o, ancora, la predisposizione di una procedura per il *whistleblowing*, etc. In definitiva, quindi, la mancanza di presidi di *governance* adeguati ai rischi di sostenibilità, influenzando negativamente sul merito creditizio, comporterà una riduzione dell'ammontare del credito erogabile o un aumento del prezzo del prestito, con ciò facendo incrementare, per l'impresa, la probabilità di crisi.

⁴¹⁹ Per un'analisi degli indicatori non finanziari che permettono di agevolare un'emersione tempestiva della crisi, v. OIBR, *Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione della crisi nelle PMI*, in *Quaderno n. 7*, 30 aprile 2022, al seguente indirizzo: <https://www.osservatorio-insolvenza.it/pdf/quaderno-n-7-oibr-informazioni-non-finanziarie-per-gli-adequati-assetti-e-per-la-previsione-delle-crisi-nelle-pmi/>

⁴²⁰ M. PRISCO, *op. cit.*

⁴²¹ M. PRISCO, *op. cit.*

3. Possibili ricadute

Si è visto come l'attività di valutazione del merito creditizio del potenziale prenditore costituisca – oltre che un dovere “pubblicistico”, alla luce del principio della sana e prudente gestione – un obbligo nei confronti del potenziale prenditore alla luce della buona fede precontrattuale di cui all'art. 1337 c.c. e come tale obbligo vada adempiuto dall'intermediario osservando la diligenza professionale dell'accorto banchiere *ex* art. 1176, comma 2, c.c.

Da un lato, nel tentativo di orientare il principio della sana e prudente gestione ad una cultura del rischio che consideri anche la potenziale materializzazione dei rischi ESG nei tradizionali rischi finanziari⁴²², dall'altro, nel tentativo di identificare il parametro adatto a modulare la diligenza professionale richiesta agli intermediari in sede di valutazione del rischio/merito di credito dei prenditori posto dai fattori ESG, si è arrivati a identificare nelle prescrizioni contenute nei provvedimenti (invero, non vincolanti, ma cui gli intermediari devono conformarsi compiendo «ogni sforzo») dell'ABE, della

⁴²² R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. econ.*, supp. al n. 4, 2022, 187, secondo cui: «nelle banche il perseguimento della sostenibilità deve conciliarsi con il principio della sana e prudente gestione che orienta lo svolgimento dell'attività in tutte le sue declinazioni, costituendo non soltanto una delle finalità dell'attività della Vigilanza, ma anche regola di condotta, un dover essere dei soggetti vigilati che devono ispirarsi a tale principio nell'esercizio della propria attività».

BCE e di Banca d'Italia il comportamento prudente e diligente che l'istituto di credito deve osservare in sede di valutazione del rischio/merito di credito del potenziale prestatore posto dai fattori ESG.

In estrema sintesi, le disposizioni ivi contenute “suggeriscono” – ma con una forza cogente vicina ai provvedimenti di *hard law* – agli intermediari di considerare il rischio ESG in tutte le fasi che scandiscono il ciclo di vita del credito all'interno dell'organizzazione bancaria⁴²³ e, così, richiedono una rimodulazione degli assetti interni, delle procedure e delle metriche finalizzata a ricomprendere il rischio di una materializzazione dei fattori ESG nel rischio di controparte. I provvedimenti analizzano alcune delle principali modalità che la prassi ha individuato per ricomprendere, nell'ambito della valutazione del rischio di credito e del suo successivo monitoraggio, i fattori ESG. Viene specificato, tuttavia, che la finalità consiste solamente nell'effettuare una panoramica dello stato dell'arte in materia. Vieppiù: l'ABE consente agli istituti di credito di sviluppare le procedure e utilizzare le metriche che ritengono più adatte, anche ideate a livello interno. Dopo aver effettuato una analisi delle metodologie utilizzate dagli operatori del mercato per assegnare un *rating* ESG alle

⁴²³ V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, 4, 2022, 484 ss.; V. FORLENZA, *La conformazione della corporate governance bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 193 ss. per cui «in conseguenza dell'aggiornamento n. 35 del 30 giugno 2021 all'interno della Circolare pare infatti prefigurarsi in capo all'organo con funzione di supervisione strategica un “nuovo” dovere di tenere in considerazione “gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali”. Dovere, fra l'altro, già inserito all'interno delle c.d. linee applicative e non fra i principi generali, con una conseguente maggiore vincolatività del *dictum* medesimo»

imprese oggetto di scrutinio, si è visto come la mancanza di dati⁴²⁴ quantitativi c.d. “*single name*” – cioè, basati sulla controparte –, metodologie e metriche che siano uniformi, comparabili, rilevanti, di facile reperimento e utilizzo abbiano spinto gli istituti di credito a utilizzare dati aggregati o, in mancanza, a richiedere informazioni qualitative alle proprie controparti facendo ricorso a questionari, visite in loco, etc.

Alla luce di questi rilievi ci si chiede se l'intermediario possa *i)* incorrere in responsabilità qualora neghi la concessione del finanziamento asserendo che la controparte sia particolarmente esposta al rischio ESG ma senza aver effettuato l'istruttoria ovvero, pur avendola effettuata, si abbia fondato motivo di ritenere pretestuosa l'affermazione; *ii)* conceda il prestito che, in seguito, si rivela insostenibile per una materializzazione del rischio ESG non correttamente identificato e che compromette la solvibilità del debitore.

i) Non paiono sussistere ragioni per escludere una responsabilità dell'istituto di credito laddove, dopo aver ingenerato in capo al cliente la ragionevole aspettativa di ricevere il prestito, non abbia svolto l'istruttoria e non abbia concesso il finanziamento, venendo integrata la fattispecie del recesso ingiustificato dalle trattative che configura, come detto, una ipotesi di responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di buona fede *ex art. 1337 c.c.* Nel caso, invece, in cui l'istituto di credito, dopo aver ingenerato in capo al cliente la ragionevole aspettativa di ricevere il prestito, asserisca che l'esposizione della controparte ad un particolare rischio ESG

⁴²⁴ C. CARNEVALE, D. DRAGO, *I rischi ESG e il costo del debito bancario: cosa conosciamo e cosa non conosciamo*, in *Banca Imp. Soc.*, 2, 2023, 267 ss.

impedisce la sottoscrizione del contratto di finanziamento, la questione che si pone riguarda la mancanza di dati e metriche uniformi, comparabili, rilevanti, di facile reperimento e utilizzo che possano permettere un sindacato del giudice volto ad accertare l'eventuale pretestuosità – o addirittura la scorrettezza – delle ragioni addotte a motivo del diniego del finanziamento⁴²⁵.

Vero è che in base alla giurisprudenza evocata⁴²⁶, l'indicazione delle motivazioni di esclusione deve essere specifica in quanto idonea a orientare il cliente stesso «nei suoi rapporti di credito presenti e futuri», per cui è da ritenere indiscutibile la sussistenza di un diritto del cliente «a ricevere indicazioni, anche se di carattere generale ma pur sempre adeguatamente rapportate alle concrete circostanze individuali, circa le ragioni dell'eventuale diniego di credito». Tuttavia, proprio alla luce *a)* dell'avvallo, operato dalle stesse autorità di vigilanza, all'utilizzo da parte degli intermediari di metriche sviluppate internamente, *b)* della possibilità di ricorrere a informazioni qualitative; *c)* del principio della *business judgment rule*; e *d)* della libertà di iniziativa economica di cui all'art. 41 Cost. – circostanza che, lo si ricorda, impedisce al giudice di sostituirsi all'intermediario nel valutare il merito dell'impresa a ricevere credito –, ci si chiede se non si stia spianando la strada per una deresponsabilizzazione dell'istituto di credito lasciato indenne rispetto alle conseguenze per un

⁴²⁵ Si ricordi, tuttavia, quanto sostenuto da F. CIRIOLO, *op. cit.*, 337, secondo cui: «Può ben accadere, infatti, che, malgrado il richiedente il prestito sia astrattamente solvibile, la concessione del credito venga comunque rifiutata, in quanto ritenuta non in linea con la *credit policy aziendale*, con la politica interna di gestione del rischio del singolo intermediario, o con altre ragioni di natura squisitamente imprenditoriale (ad esempio, preferenza verso più redditizie forme di impiego della raccolta)».

⁴²⁶ Si v. in nota 300, in particolare ABF, 29 novembre 2013, n. 6182, in www.arbitrobancariofinanziario.it,

eventuale recesso (ingiustificato) dalle trattative, permettendogli di dedurre la presenza di un rischio attinente ad una scala di valori – com'è quella incorporata dalla sigla ESG – così immateriale da non poter essere in alcun modo oggetto di censura da parte del giudice *ex post*. Il pericolo, quindi, consiste nella possibilità che il cliente sia soggetto all'arbitrio dell'istituto di credito.

A giudizio di chi scrive, questi timori sembrano eccessivi. Se da un lato è pur vero che non sussiste certezza e unanimità sull'utilizzo di metriche di misurazione della “sostenibilità” e che tale circostanza può rendere difficile non ritenere, in astratto, arbitraria la stessa valutazione di coerenza operata dal giudice *ex post*⁴²⁷, è pur vero che questo può verificare che il giudizio espresso dall'istituto all'atto di diniego del finanziamento sia *coerente* con i dati esaminati, che sia stata analizzata ogni informazione rilevante e che non vi siano stati errori procedurali nell'istruttoria, a

⁴²⁷ D. ZETZCHE, L. A. SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business & Organization Law Review*, 23, 2022, 47 ss., che sottolineano come anche la valutazione della correttezza effettuata dalle autorità, in mancanza di standard uniformi, sia arbitraria: «if a regulator cannot identify a conduct as ‘right’, that is where regulators effectively fly in the dark, and it is unwise to prohibit certain other conduct by naming it ‘wrong’, as the latter would reduce the options for diversification and increase the risk of unwanted effects» G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 250 ss., secondo cui l'assenza di *standards* sui metodi di misurazione dei rischi di sostenibilità e l'assenza di standard relativa ai dati utilizzati ai fini della quantificazione dell'impatto materiale dei fattori ESG «minano, da ultimo, la verificabilità *ex post* delle operazioni di stima del rilievo, sul fronte materiale, dei fattori ESG», tale da rendere i modelli predittivi di misurazione dei rischi di sostenibilità «maggiormente esposti a valutazioni discrezionali e finanche arbitrarie».

condizione che queste omissioni siano apprezzabili in modo oggettivo. Uno spazio di tutela del cliente, quindi, potrebbe essere riconosciuto in ragione di palese contraddittorietà tra dati qualitativi in possesso della banca e la decisione di non erogare comunque il credito: si pensi, ad es. al caso di un istituto che neghi il finanziamento all'impresa adducendo l'inadeguatezza dei presidi antinfortunistici adottati, nonostante la richiedente possa vantare una certificazione ISO 45001:2018 sui sistemi di gestione per la salute e sicurezza sul lavoro. In tali circostanze non si intravedono ragioni per negare l'azionabilità del rimedio risarcitorio (si ricorda che il danno risarcibile è limitato all'interesse negativo).

ii) Con riferimento, invece, al caso in cui, in seguito all'erogazione del finanziamento, si materializzi un rischio ESG non correttamente identificato da parte dell'istituto di credito e che compromette la solvibilità del debitore, a ben vedere - e prima ancora di domandarsi se il rischio ESG fosse identificabile *ex ante* e quale sarebbe stata la situazione economico finanziaria dell'impresa qualora la banca non avesse erogato il prestito e il rischio si fosse comunque verificato - non pare potersi configurare alcuna responsabilità civilistica in capo all'intermediario⁴²⁸. Si prenda l'esempio degli assetti adeguati in chiave antinfortunistica⁴²⁹: ci si potrebbe attendere che l'intermediario, in ottica prudenziale, valuti correttamente il rischio "S" di controparte e lo

⁴²⁸ Tuttavia meriterebbe approfondire l'orientamento contenuto in nota 317 sull'esperibilità, da parte del curatore, dell'art. 2035 c.c. ai fini dell'esclusione del credito bancario al passivo in ragione della consapevolezza, da parte dell'istituto di credito, circa l'inadeguatezza dei presidi antinfortunistici che hanno portato a riconoscere la responsabilità amministrativa da reato dell'ente e all'irrogazione di una sanzione che ne ha compromesso la sopravvivenza dell'impresa sul mercato.

⁴²⁹ Analoghe considerazioni possono essere spese in merito alla responsabilità dell'ente per il danno ambientale, su cui v. *supra* §III, 2.2.

gestisca vuoi sul piano interno, magari attraverso l'adozione di una strategia di “*exclusion*” per tutte le imprese che non sono in possesso di una determinata certificazione sui sistemi di gestione per la salute e sicurezza sul lavoro, vuoi sul piano della contrattazione, inserendo nel contratto di finanziamento una clausola che preveda la possibilità per il creditore bancario di azionare un aumento del costo del credito qualora, entro un determinato termine, il prestatore non ottenga la certificazione⁴³⁰. Si pensi al caso in cui, tuttavia, l'istituto di credito ometta di adottare questi accorgimenti, conceda il prestito senza essersi accertato che gli assetti dell'imprenditore fossero adeguati a prevenire il rischio di infortuni e che, sciaguratamente, si verifichi l'evento morte di un lavoratore (ad es. per un malfunzionamento di un macchinario particolarmente datato ormai inadatto a garantire uno *standard* di sicurezza accettabile alla luce del principio della massima sicurezza tecnologicamente possibile⁴³¹). E' pur vero che segnalare all'impresa l'inadeguatezza dei suoi presidi anti-infortunistici potrebbe costituire una condotta conforme al principio della buona fede, che richiede alle parti di comportarsi lealmente e di attivarsi per salvaguardare l'utilità dell'altra, tuttavia *a)* adeguare gli assetti dell'impresa ai fini della prevenzione degli infortuni costituisce un obbligo che l'art. 2087 c.c. e la normativa in materia antinfortunistica⁴³² pone in capo

⁴³⁰ V. infra §IV, 2.

⁴³¹ Sul principio evocato, si v., in giurisprudenza, Trib. Brescia, 5 maggio 2020, n. 1291, in *OneLegale*; Trib. Teramo, 19 agosto 2019, n. 157, in *DeJure*, Trib. Trento, 11 marzo 2004, in *Riv. Pen.*, 2005, 70.

⁴³² Si fa riferimento al D.Lgs. 9 aprile 2008, n. 81.

all'imprenditore⁴³³, tale obbligo va adempiuto indipendentemente della (eventuale) instaurazione di una trattativa con un istituto di credito e dalla (eventuale) segnalazione da questo effettuata in sede di valutazione del merito creditizio circa l'inadeguatezza dei presidi antinfortunistici. Ragionando altrimenti, invero, si arriverebbe a riconoscere in capo all'istituto di credito una vera e propria posizione di garanzia rispetto all'osservanza della normativa antinfortunistica da parte dell'impresa richiedente il prestito muovendo da una ricostruzione sistematica della normativa sulla finanza sostenibile che, per quanto condivisibile, non può arrivare a fondare una responsabilità di questo tipo⁴³⁴; b) il dovere di attivarsi per salvaguardare l'utilità dell'altra parte trova un limite nell'apprezzabile sacrificio proprio, e in questo senso pare difficile poter richiedere all'istituto di credito il possesso della competenza tecnica del responsabile del servizio di prevenzione e protezione degli infortuni sul lavoro: non ci si può aspettare che l'accorto banchiere, per valutare il merito di credito del potenziale prenditore, debba essere in possesso delle

⁴³³ Ai sensi dell'art. 2087 c.c.: «L'imprenditore è tenuto ad adottare nell'esercizio dell'impresa le misure che, secondo la particolarità del lavoro, l'esperienza e la tecnica, sono necessarie a tutelare l'integrità fisica e la personalità morale dei prestatori di lavoro».

⁴³⁴ A tacer del fatto che verrebbe meno il principio stesso della riserva di legge in materia penale di cui all'art. 25, secondo comma, Cost., visto che la normativa che fonderebbe tale responsabilità è costituita da provvedimenti di *soft law*. Si pensi alla figura del responsabile del servizio di prevenzione e protezione degli infortuni sul lavoro: la sua posizione di garanzia è stata indicata dalla l. 195 del 2003, con la conseguente assunzione di responsabilità ogni qualvolta un infortunio sia riconducibile anche alla mancata segnalazione di una situazione di pericolo che il responsabile aveva l'obbligo di segnalare (sul punto, si v. Cass., 10 giugno 2009, n. 23929, in *OneLegale*).

competenze di un RSPP⁴³⁵, a tacer del fatto che ciò comporterebbe un aumento dei costi dell'istruttoria per la controparte la quale – lo si ripete – già dovrebbe essersi avvalsa della consulenza del soggetto evocato per la predisposizione dei presidi antinfortunistici. In altre parole, laddove si ritenga che la diligenza del *bonus argentarius* imponga all'istituto di credito di valutare con la diligenza di un RSPP l'adeguatezza degli assetti dell'impresa⁴³⁶, l'operazione di valutazione del merito di credito sarebbe anti economica per l'impresa prenditrice costretta a sostenerne i costi e costituirebbe, laddove si tratti di PMI, una barriera all'accesso al credito.

A giudizio di chi scrive si deve escludere l'azionabilità del rimedio risarcitorio in queste ipotesi, tuttavia, la mancanza di presidi organizzativi in materia di gestione del rischio “S” potrebbe essere oggetto di censura da parte delle autorità competenti in ambito SREP: nell'alveo del secondo pilastro, (come si è anticipato *supra*, §II, 6), il CRD IV *Package*⁴³⁷

⁴³⁵ A. M. PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 220 s., che sottolinea come «In ogni caso bisognerà tener conto del contesto operativo della banca, dunque della sua *mission*, evitando così di porre sullo stesso piano le conoscenze bancarie, finanziarie, etc. e quelle in materia dei criteri ESG. [...] Si corre altrimenti il rischio di doversi rivolgere a esponenti in possesso di poteri sovrumani per poter comporre il Consiglio di Amministrazione di un istituto di credito».

⁴³⁶ A tacer del fatto che, così ragionando, sarebbe richiesto all'istituto di credito di valutare con una professionalità che esorbita dalle sue competenze anche i presidi volti a escludere il danno ambientale, v. *supra* §III, 2.2.

⁴³⁷ Ai sensi dell'art. 74, paragrafo 1, del CRD IV, infatti: «Gli enti sono dotati di solidi dispositivi di governance, ivi compresa una chiara struttura dell'organizzazione con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, di

prevede che l'autorità di vigilanza competente possa condurre una valutazione riguardante il grado di rischio cui l'istituto di credito considerato è o potrebbe essere esposto. L'obiettivo del *Supervisory Review and Evaluation Process*, infatti, è proprio quello di determinare «se i dispositivi, le strategie, i processi e i meccanismi messi in atto dagli enti e i fondi propri e la liquidità da essi detenuti assicurano una gestione ed una copertura adeguate dei loro rischi»⁴³⁸. Così, laddove le procedure adottate dall'intermediario non siano considerate adeguate, l'autorità competente potrà adottare le misure di supervisione che ritiene più opportune⁴³⁹, financo misure sanzionatorie⁴⁴⁰.

processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali sono o potrebbero essere esposti, e di adeguati meccanismi di controllo interno, ivi comprese valide procedure amministrative e contabili nonché politiche e prassi di remunerazione che riflettano e promuovano una sana ed efficace gestione del rischio». Ai sensi, inoltre, dell'art. 74, paragrafo 2: «i dispositivi, i processi e i meccanismi di cui al paragrafo 1 devono essere completi e proporzionati alla natura, all'ampiezza e alla complessità dei rischi inerenti al modello imprenditoriale e alle attività dell'ente».

⁴³⁸ Art. 97, paragrafo 3, CRD IV.

⁴³⁹ Si v., ad es., la lista di cui all'art. 104 CRD IV. Tra i poteri (minimi, visto il termine «almeno») che dovrebbero essere conferiti alle autorità di vigilanza, si segnalano quelli della lett. *b*), di «chiedere il rafforzamento dei dispositivi, processi, meccanismi e strategie messi in atto conformemente agli articoli 73 e 74»; *c*) «esigere che gli enti presentino un piano mirante a ripristinare la conformità ai requisiti in materia di vigilanza a norma della presente direttiva e del regolamento (UE) n. 575/2013 e fissino un termine per la sua attuazione, compresi miglioramenti di tale piano per quanto riguarda l'ambito di applicazione e il termine; *e*) «restringere o limitare le attività, le operazioni o la rete degli enti o esigere la cessione di attività che presentano rischi eccessivi per la solidità dell'ente»; *f*) «esigere la riduzione del rischio connesso alle attività, ai prodotti e ai sistemi degli enti».

⁴⁴⁰ Si v. art. 64 CRD IV.

CAPITOLO IV

-

IL FENOMENTO DELL'ESG LENDING E L'ESG COVENANT COME STRUMENTO PER IL MONITORAGGIO DEL PRESTITO

1. *Il fenomeno del c.d. "ESG lending"*

Arrivati a questo punto della trattazione, occorre analizzare il ruolo ricoperto dai contratti di prestito bancario nella realizzazione della transizione sostenibile e, così, nel perseguimento attivo di istanze legate alla sostenibilità, nonché le criticità connesse. Si fa riferimento al fenomeno del c.d. "ESG Lending"⁴⁴¹, cioè all'attività di finanziamento finalizzata - oltre che al ritorno economico - all'esplicito perseguimento di obiettivi riconducibili ai fattori ESG⁴⁴² da parte dell'impresa prenditrice.

Ricorrendo a questa tipologia di prestiti, i prenditori, da un lato, aspirano a segnalare al mercato in maniera credibile il proprio impegno rispetto alle questioni ESG, dall'altro gli istituti

⁴⁴¹ R. CHAN, *Ensuring impactful performance in green bonds and sustainability-linked loans*, in *Adelaide Law Review*, 42, 1, 2021, 221 ss.

⁴⁴² D. BURAND, *Contracting for impact: embedding social and environmental impact goals into loan agreements*, in *New York Journal of Law & Business*, 13, 3, 2017, 776, secondo cui: «The term "impact investing" [...] to some this was merely a new label attached to an old way of investing - namely, making investments with the intention of generating both financial and societal and/or environmental returns»; S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *ESG Lending*, in *ECGI, Finance Working Paper n. 817/2022*, marzo 2023, 8 ss.

di credito, in risposta alle pressioni provenienti dalle Autorità di vigilanza e dagli *stakeholders*, tentano di migliorare l'esposizione ai fattori ESG del proprio portafoglio prestiti⁴⁴³.

Esistono, principalmente, due tipologie di c.d. “prestiti ESG”: *i)* il primo modello di prestito ESG lega lo *spread* del tasso di interesse applicato nel corso del rapporto contrattuale alla *performance* ESG del prenditore⁴⁴⁴, da misurarsi mediante *Key Performance*

⁴⁴³ Si v. E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. banc.*, che sottolinea come il miglioramento reputazionale sul mercato mira, oltre al procacciamento di nuovi clienti, alla raccolta di capitali privati laddove il finanziatore sia un emittente di valori mobiliari: «promuovendo obiettivi legati ai fattori ESG, il finanziatore potrebbe divenire esso stesso soggetto sostenibile e, così, oggetto d'investimento interessante per un mercato sempre più sensibile a queste tematiche»; G. BIRINDELLI, P. FERRETTI, M. INTONTI, A. P. IANNUZZI, *On the drivers of corporate social responsibility in banks: evidence from an ethical rating model*, in *Journal of Management & Governance*, 2013, 19, 303 ss.; Si segnala, tuttavia, quanto rilevato da O. M. BĂTAE, V. DAN DRAGOMIR, L. FELEAGĂ, *The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study*, in *Journal of Cleaner Production*, 290, 2021, 17, secondo cui: «The importance of our research resides in the fact that our evidence does not support the paradigm of the triple bottom line for banking institutions. Except for emission policies and targets, our results suggest that market investors do not value a bank's involvement in CSR or the adoption of best corporate governance practices. [...]. A tighter governance framework reduces the riskiness of a bank's portfolio, but, in the short-term, the risk scenario appears to be more favorable to investors. It is expected that boards and managers who are catering to what investors want will ignore or downplay governance improvements and CSR strategies».

⁴⁴⁴ Si anticipa che le evidenze dimostrano che i «sustainability-linked loans are unlikely to drive significant impact on performance improvements in sustainability issues» (A. A. ALESZCZYK, M. LOUMIOTI, G. SERAFEIM, *The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans*, in *Harvard Business School Working Paper 23-027*, 2022, 1).

Indicators (KPIs)⁴⁴⁵ che siano idonei a incorporare obiettivi di sostenibilità⁴⁴⁶, e prende il nome di *Sustainability-linked loan* (SLL)

⁴⁴⁵ Su cui, v. EFFAS, *KPIs for ESG, A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*, al seguente indirizzo https://effas.com/wp-content/uploads/2021/09/KPIs_for_ESG_3_0_Final.pdf; D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future*, in *www.dirittobancario.it*, secondo cui: «la strategia ESG adottata dall'intermediario potrà anche comportare la necessità di esaminare gli ambiti di miglioramento – ad es. – di un'impresa *target*, sotto il profilo del raggiungimento degli obiettivi ESG (ad es. mediante assunzioni di obblighi contrattuali del management ad aderire ai *SDGs* o a determinati codici di condotta), prevedendo appositi *KPI ESG* nell'ambito di eventuali accordi di investimento con l'impresa *target* ed utili ai fini del successivo monitoraggio dell'andamento dell'investimento».

⁴⁴⁶ I KPIs possono consistere in *scores* ESG assegnati ai prenditori da agenzie esterne di *rating* (su cui, v. *supra* §III, 2.1) (si pensi, ad es., al prestito concesso alla Crown Holdings Inc. nel 2017 da BNP Paribas: si prevedeva che al crescere del *rating* (o al suo abbassarsi) il tasso di interesse dimisuisse (o si alzasse). Il KPI legato alla sostenibilità inserito nel contratto era stato assegnato da Sustainalytics B.V., un'agenzia di *rating* ESG esterna e indipendente) ovvero parametrati a specifici KPIs concordati in sede di contrattazione, come l'emissione di gas a effetto serra (GHG), ovvero la *performance* in punto di salute e sicurezza dei lavoratori (si pensi, ad es., al contratto di prestito concluso da Johnson Controls International plc dove si prevede che il prezzo del finanziamento fosse legato al raggiungimento dei seguenti KPIs entro il 2025: *i*) *Total recordable incident rate (TRIR)*: una misura delle prestazioni in termini di salute e sicurezza delle attività dell'azienda; *ii*) *GHG savings*: riduzione nelle emissioni di gas ad effetto serra raggiunta dal prenditore attraverso l'adozione di progetti di efficienza energetica ed energie rinnovabili per i clienti; *iii*) *GHG intensity target*: le emissioni di gas serra dell'azienda rapportate ai ricavi). Alcune statistiche evidenziano come tra i prestiti (almeno, tra quelli caratterizzati da un'alto livello di trasparenza e di cui è possibile conoscere i KPIs), l'85% di essi lega gli *spread* del tasso d'interesse applicato a un KPI legato a fattori ambientali (ad es. l'emissione di gas serra); il 32% utilizza KPIs legati sia al fattore ambientale che sociale (ad es., l'emissione di gas serra, la sicurezza sul lavoro e la diversità di genere tra i dipendenti); il 21% di questi contratti contiene KPIs basati su *rating* ESG forniti da terze parti.

o “*ESG-linked loan*”⁴⁴⁷; *ii*) la seconda tipologia di finanziamento ESG prevede, a differenza della prima, che la somma prestata sia destinata esclusivamente alla realizzazione di progetti con esplicite caratteristiche ESG⁴⁴⁸, e prende il nome di “*Green Loan*” o “*Social Loan*”⁴⁴⁹.

Con riferimento ai SLLs – tipologia sulla quale pare opportuno spendere qualche considerazione in più – si possono distinguere tre momenti fondamentali: *i*) l’identificazione di appropriati KPIs; *ii*) la selezione dei livelli di prestazione ESG - da misurare attraverso i KPIs identificati - che deve garantire il prestatore; *iii*) l’allineamento degli incentivi attraverso l’inserimento di un *pricing* premiale al raggiungimento degli obiettivi e, invece, di una sanzione per il non raggiungimento di essi⁴⁵⁰.

⁴⁴⁷ Le risultanze contenute in S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *op. cit.*, 29 sottolineano preoccupazioni per questa tipologia di prestiti legate alle seguenti circostanze: *i*) si prestano a finalità di *greenwashing*; *ii*) non prevedono, all’atto di concessione, un *pricing* diverso da quello che riguarda prestiti non ESG.

⁴⁴⁸ Ad es. Ence Energia ha annunciato, nel 2018, di aver concluso con Banco Santander SA un *green loan* da 66 milioni di euro per finanziare parte della costruzione di una nuova centrale a biomassa da 46 MW a Puertollano, nella Spagna centrale, e la cui entrata in funzione era prevista per il 2020. L’impianto è progettato per utilizzare come combustibile principalmente i residui agroforestali dell’area circostante, il che lo rende un progetto *green* finanziato specificamente dal prestito.

⁴⁴⁹ Secondo alcune stime, il fenomeno dell’ESG Lending è in aumento: nel 2021 sono stati concessi \$322 miliardi di prestiti ESG (erano \$6 miliardi nel 2016), tale crescita è stata guidata dalla proliferazione dei SLLs (si v. S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *op. cit.*, 1).

⁴⁵⁰ Un esempio potrebbe essere il *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT, (*in* www.unicredit.it), che prevede una riduzione del tasso d’interesse applicabile laddove l’impresa si impegni a perseguire almeno due degli obiettivi ivi elencati (ad es. riduzione del numero di infortuni sul lavoro per dipendente e aumento dell’indice di soddisfazione dei dipendenti) e per cui rilevano le seguenti certificazioni (KPIs): ISO 45001:2018 sui sistemi di

In merito a questa tipologia di prestiti possono essere rilevate due criticità: a) esiste il pericolo che i contraenti enfatizzino un impegno verso le tematiche ESG in realtà soltanto apparente⁴⁵¹, come forma di *greenwashing*, sfruttando la circostanza che il mercato non richieda una *disclosure* riguardante i dettagli dei contratti di prestito. Gli istituti di credito, invero, intrattengono strette relazioni private con i prenditori, a differenza degli altri investitori del mercato pubblico (che si tratti del *debt market* o dell'*equity market*), ed è possibile che i KPIs inseriti nel contratto (di cui non sempre viene effettuata la *disclosure*, nonostante le previsioni contenute all'interno dei *Sustainability Linked Loans Principles*⁴⁵²) riguardino

gestione per la salute e sicurezza sul lavoro; ISO 37301:2021 sui sistemi di gestione della *compliance*; ISO 56002:2021 sui sistemi di gestione dell'innovazione, etc.

⁴⁵¹ F. GAMBAROTTO, M. RANGONE, S. SOLARI, *Moral and Institutional Foundations of Sustainable Technological Entrepreneurship*, in *Sustainability*, 2023, 15, 1 ss., secondo cui: «As eco-efficiency is based on profit-maximising goals [...] some behavioural concerns arise, as rationally bounded firms are likely to pursue uncomplicated and effortless pathways so as to safeguard profits. For instance, firms may pretend to be sustainable, while chasing opportunistic practices such as greenwashing, wokening, and cost shifting». Ulteriore complicazione si può rilevare qualora si pensi al fatto che le caratteristiche dei KPIs di sostenibilità sono immateriali e tendono al perseguimento di obiettivi nemmeno eccessivamente ambiziosi (A. A. ALESZCZYK, M. LOUMIOTI, G. SERAFEIM, *op. cit.*, 29).

⁴⁵² I Sustainability Linked Loan Principles (SLLPs) non sono vincolanti. Per una loro consultazione, v. <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>). Esistono, invero, altri *standard* implementati dai partecipanti del mercato del debito sostenibile sul tema, come i *Green Bond Principles* (consultabili al seguente indirizzo <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doclink/2022/the-green-bond-principles-202206.pdf>). Sul punto, si v. E. GUADALUPI, *I mutui diventano "sostenibili"*, in *www.dirittobancario.it*, 6 settembre 2021; N. DI FAUSTO, *Investimneti sostenibili: analisi empirica e tradizionale dei fattori ESG*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, suppl. 1, 2021, 49 ss.

obiettivi di sostenibilità facili da raggiungere o, addirittura, già raggiunti⁴⁵³. In tal senso, gioca un ruolo fondamentale la pubblica disponibilità di informazioni riguardo alla tipologia dei KPIs inserita nei contratti di finanziamento, nonché ai premi e alle penalità da applicare agli *spread* in dipendenza delle prestazioni ESG⁴⁵⁴. L'ABE stessa, conscia del problema, ha richiesto all'interno degli Orientamenti ABE in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti quanto segue: «Gli enti che emettono o prevedono di emettere linee di credito sostenibili dal punto di vista ambientale dovrebbero indicare, nell'ambito delle loro politiche e procedure relative al rischio di credito, i dettagli specifici delle loro politiche e procedure di prestito sostenibile dal punto di vista ambientale, con riferimento alla concessione e al monitoraggio di

⁴⁵³ A dimostrazione della stretta correlazione esistente tra una *disclosure* che si estende ai dettagli del contratto di finanziamento e l'effettività dell'impegno preso rispetto ai fattori ESG, alcune statistiche dimostrano che ad un alto livello di trasparenza riguardante il contenuto dei contratti di prestiti ESG del tipo SLLs non consegue alcun deterioramento nello *score* ESG del prestatore successivamente alla concessione del finanziamento, *score* che, quantomeno, continua a mantenersi elevato, se non cresce; viceversa, invece, laddove la *disclosure* relativa alle condizioni inserite all'interno del contratto di finanziamento sia scarsa o lacunosa, consegue un forte deterioramento nelle prestazioni ESG (S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *op. cit.*, 27).

⁴⁵⁴ A. SANNA, *La finanza sostenibile*, in *Riv. Trim. di diritto dell'economia*, suppl. n. 2 al n. 1/2022, 239, secondo cui: «permane ancora un disallineamento tra prassi di mercato e normativa in materia ESG, soprattutto se si prende a riferimento la distanza tra obblighi di *disclosure* di cui al Regolamento Tassonomia e il contenuto effettivo di tale *disclosure* in base ai principi ICMA (International Capital Market Association)». Si segnala, comunque, l'adozione da parte dell'ABE del *Final Draft Implementing Technical Standards on Pillar 3 disclosures on ESG risks* del 24 gennaio 2022, che, *ex multis*, includono KPIs sulle attività di finanziamento ecosostenibili secondo la tassonomia dell'UE (GAR e BTAR), secondo il *Green Deal europeo* e gli obietti dell'accordo di Parigi. Si v. anche l'EBA, *Advice to the Commission on KPIs and methodology for disclosure by credit institutions and investment firms under the NFRD on how and to what extent their activities qualify as environmentally sustainable according to the EU Taxonomy Regulation*, 2021.

tali linee di credito. Tali politiche e procedure dovrebbero, in particolare: *a)* fornire un elenco di progetti e delle attività che l'ente considera idonei alla concessione di prestiti sostenibili dal punto di vista ambientale, unitamente ai relativi criteri, o un riferimento alle norme esistenti in materia di prestito sostenibile dal punto di vista ambientale che definiscano quale tipo di prestito è considerato sostenibile dal punto di vista ambientale; *b)* specificare il processo utilizzato dagli enti per accertare che i proventi delle linee di credito sostenibili dal punto di vista ambientale da essi emesse sono utilizzati per attività sostenibili dal punto di vista ambientale. Nei casi di prestiti alle imprese, il processo dovrebbe comprendere: *i)* la raccolta di informazioni sugli obiettivi aziendali del cliente legati al cambiamento climatico e sostenibili dal punto di vista ambientale; *ii)* la valutazione della conformità dei progetti di finanziamento dei clienti con i progetti o le attività sostenibili dal punto di vista ambientale e i relativi criteri; *iii)* l'assicurazione che i clienti abbiano la volontà e la capacità di monitorare e segnalare adeguatamente la destinazione dei proventi ai progetti o alle attività sostenibili dal punto di vista ambientale; *iv)* il monitoraggio, su base regolare, della corretta destinazione dei proventi (il che può consistere nel richiedere ai clienti di fornire informazioni aggiornate sull'impiego dei proventi fino al rimborso della linea di credito pertinente). Gli enti dovrebbero collocare le loro politiche e procedure di prestito sostenibile dal punto di vista ambientale nel contesto della strategia, della politica e degli obiettivi generali che si pongono in relazione alla finanza sostenibile. In particolare, gli enti dovrebbero stabilire obiettivi qualitativi e, se del caso, quantitativi per sostenere lo sviluppo e l'integrità della loro attività di prestito sostenibile dal punto di vista ambientale e per valutare

in che misura tale sviluppo sia in linea con i loro obiettivi legati al cambiamento climatico e sostenibili dal punto di vista ambientale o contribuisca a questi ultimi»⁴⁵⁵; b) ad ogni modo, indipendentemente dai rilievi appena sollevati, anche ammettendo che i requisiti contrattuali siano fatti oggetto di adeguata *disclosure* e che i KPIs identificati garantiscano - in astratto - il raggiungimento degli obiettivi ESG, l'istituto di credito dovrebbe avere essere in possesso di risorse e strumenti contrattuali adeguati ai fini della misurazione e del monitoraggio delle prestazioni ESG del prestatore nel corso del rapporto e, se del caso, attivare i rimedi opportuni qualora il prestatore sia *non-compliant*⁴⁵⁶ (e, verrebbe da dire, penalizzare adeguatamente l'inosservanza in termini di aumento del tasso di interesse in ragione dell'incremento del rischio di controparte - sempre che ciò non comprometta la solvibilità del debitore - altrimenti riducendosi l'inserimento di KPIs in *best effort* vuoti cui non consegue alcuna reazione in caso di non raggiungimento).

2. Una via per il monitoraggio del prestito ESG: gli ESG Covenants

⁴⁵⁵ ABE, *Orientamenti*, cit., 17 s. Viene specificata, inoltre (p. 5) la di prestito sostenibile dal punto di vista ambientale: «indica un prestito volto a finanziare attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale. Fa parte del più ampio concetto di «finanza sostenibile», espressione con la quale si intende qualsiasi strumento finanziario o investimento, compresi titoli di capitale, titoli di debito, garanzie o strumenti di gestione dei rischi emessi in cambio della prestazione di attività di finanziamento che soddisfano i criteri della sostenibilità ambientale».

⁴⁵⁶ D. BURAND, *op. cit.*, 790. In sede di valutazione del merito creditizio, pertanto, diviene fondamentale valutare la sostenibilità prospettica del modello imprenditoriale delle imprese destinatarie delle somme erogate (G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 330).

Come si è rilevato *supra*, il principio della sana e prudente gestione non vieta all'intermediario di concludere un finanziamento con una impresa nonostante la presenza di determinati rischi. Semmai, gli impone di dotarsi di quei presidi idonei a minimizzare (gestire, appunto) il rischio che l'inadempimento della controparte possa ripercuotersi sulla sua stabilità⁴⁵⁷. Presidi idonei potrebbero consistere, sul piano interno, in un accantonamento ulteriore di capitale e, sul piano della contrattazione, nella richiesta di garanzie⁴⁵⁸, nella adozione di un patto parasociale che consenta a taluni gruppi di soci dell'impresa finanziata di nominare un interlocutore bancario così da permettergli un accesso alla documentazione e alle informazioni societarie rilevanti⁴⁵⁹, ovvero nell'inserimento nel contratto di finanziamento di clausole che consentano al creditore bancario di monitorare la situazione economico-finanziaria del prenditore e, eventualmente, esercitare una certa ingerenza sull'attività di questo (c.d. *loan covenant*, di seguito anche solo *covenant*) con l'effetto di limitarne l'autonomia imprenditoriale, nell'ottica di assicurarsi il rimborso del prestito⁴⁶⁰ e permettersi di

⁴⁵⁷ E. CECCHINATO, *Note*, cit., 486.

⁴⁵⁸ Sull'impatto dei fattori ESG sul valore delle garanzie reali e, quindi, sul calcolo del LGD, si v. AIFIRM, *Position Paper n. 29*, cit., 77, tabella 13.

⁴⁵⁹ G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 359.

⁴⁶⁰ D. U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, 639 ss.; U. PATRONI GRIFFI, *I covenant finanziari*, *Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, 602 ss., secondo cui i covenants bilanciano un conflitto di interesse tra soci e finanziatore: «L'interesse del finanziatore è [...] quello di ottenere il rimborso del capitale investito e la remunerazione promessa alla

rilevare preventivamente le potenziali cause di deterioramento dell'esposizione e, in caso, intervenire tempestivamente per porvi rimedio⁴⁶¹. Dei *covenants* la dottrina parla vuoi in termini di garanzia "atipica"⁴⁶², vuoi come mezzo di conservazione della garanzia patrimoniale del debitore⁴⁶³; ne esistono diverse tipologie: *i) positive covenant*: consentono all'intermediario di imporre al prenditore il compimento di una determinata azione; *ii) negative covenant*: consentono all'intermediario di imporre al prenditore di astenersi dal compiere una determinata (si pensi al divieto di distribuire utili). All'interno di queste categorie⁴⁶⁴, poi, è possibile distinguere tra: *a) informative covenant*, impongono al prenditore di trasmettere periodicamente determinate

scadenza concordata. [...] I soci [...] hanno interesse affinché la società colga gli affari più remunerativi offerti dal mercato, anche se rischiosi. [...] I *covenants* finanziari, dunque, assolvono alla principale funzione di proteggere il finanziatore contro i comportamenti opportunistici dei soci; di "congelare" insomma il profilo di rischio dell'impresa sociale».

⁴⁶¹ Un'eccessiva ingerenza del finanziatore nella gestione dell'impresa può esporlo a responsabilità da direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c. ss.*, sul punto v. R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, 627 ss.; C. ANGELICI, *Direzione e coordinamento: casi e questioni*, in *Giur. comm.*, 2022, 1, 951 ss.; E. CICCIONI, *Responsabilità da direzione e coordinamento: spunti civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1319 ss.; M. CISOLLA, *La responsabilità della banca da (co)gestione dannosa dell'impresa finanziata*, in *Fallimenti e Società*, 2020, 14 ss. Per una analisi sull'efficacia, per il finanziatore, di inserire i *covenants* all'interno del contratto di finanziamento, si v. C. DEMIROGLU, C. M. JAMES, *The information Content of Bank Loan Covenants*, in *The Review of Financial Studies*, 23, 10, 2010, 3734 s.

⁴⁶² G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2009, 500 ss.

⁴⁶³ U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 608. Per una ricostruzione della dottrina che riguarda la natura dei *covenants* come mezzi atipici di conservazione della garanzia patrimoniale, tema che in questa sede non è possibile approfondire *funditus*, si v. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno la natura civilistica dei covenants*, in *Oss. Dir. civ. comm.*, 2, 2021, 364 ss..

⁴⁶⁴ E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. banc.*

informazioni e documenti all'intermediario, vengono utilizzati principalmente per mitigare i costi legati all'informativa tra le parti nel corso del rapporto e permettere all'istituto di credito di misurare e monitorare l'attività del prenditore⁴⁶⁵ e positivizzano, essenzialmente, il dettato di cui all'art. 1375 c.c. sulla buona fede contrattuale⁴⁶⁶; b) *financial covenant*, impongono al prenditore di rispettare determinati parametri (quantitativi) patrimoniali e finanziari, pena il potere dell'intermediario di risolvere o rinegoziare il contratto⁴⁶⁷; c) *maintenance covenant*: vietano all'impresa prenditrice di compiere atti dispositivi di determinati beni o talune operazioni straordinarie; d) *preservation of existence covenant*: proibiscono al prenditore di cessare la propria attività; e) *change of control covenant*: impediscono modifiche negli assetti proprietari dell'impresa, etc. Alla violazione da parte dell'impresa prenditrice degli obblighi assunti, la

⁴⁶⁵ A. A. ALESZCZYK, M. LOUMIOTI, G. SERAFEIM, *op. cit.*, 29. Le informazioni possono consistere nella trasmissione dei bilanci annuali e intermedi, dei dati sul fatturato e sulla produzione, nel comunicare al finanziatore determinati eventi di particolare rilievo, come un mutamento nella compagine sociale, la perdita di personale che riveste funzioni chiave, l'avvio di una procedura sanzionatoria da parte della pubblica Autorità, etc.

⁴⁶⁶ V. *supra* §III, 2.2 in tema di assetti adeguati e prevenzione della crisi; gli *informative covenants*, inoltre, assolvono, lato banca, al dovere di gestire in maniera prudente l'esposizione.

⁴⁶⁷ Altra dottrina (U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 603) invece riconosce quattro categorie di *covenants*: i) *covenants* che impongono all'impresa comportamenti efficienti ai fini della conservazione del patrimonio netto; ii) *covenants* di bilancio; iii) *covenants* che pongono a condizione del *default* il comportamento di terzi; iv) *covenants* informativi. V. STUPPIA, *I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine*, in *Il trust in Italia*, al seguente indirizzo: <https://www.il-trust-in-italia.it/docu.php?docx=fYcngsj7gIrlAaDEQImzaTr69kChIsxkXCnE5+Y=>; E. ANDREANI, *I covenant nei contratti di finanziamento*, in *Amministrazione & Finanza*, 5, 2023, 61 ss.

clausola prevede il tipo di reazione che il finanziatore può – egli infatti può anche tollerare gli inadempimenti ai *covenants*, tacitamente ovvero rilasciando all’impresa una dichiarazione di rinuncia all’esercizio del proprio diritto (c.d. “*waiver*”) - adottare: *i*) il diritto di risolvere il contratto; *ii*) il diritto di richiedere garanzie ulteriori; *iii*) il diritto di rinegoziare i termini del finanziamento, etc.

Tali clausole, a ben vedere, possono anche incorporare i fattori ESG⁴⁶⁸ a seconda delle finalità perseguite⁴⁶⁹: *i*) una prima finalità potrebbe essere quella di mitigare e monitorare il rischio ESG della controparte nel corso del rapporto; *ii*) qualora ci si trovi di fronte, invece, ad un prestito ESG (*Sustainability linked Loan, Green o Social Loan*), l’ESG *covenant* avrebbe la finalità di assicurare che il prenditore persegua l’obiettivo ESG; *iii*) altri ESG *covenants* potrebbero incorporare le due finalità appena menzionate.

Sul piano del contenimento del rischio, più nello specifico, potremmo ipotizzare un *ESG negative covenant* qualora il prenditore si impegni, ad es., a *non* superare una certa soglia di emissioni di agenti inquinanti, a non dar luogo a discriminazioni salariali tra lavoratori, a non intrattenere rapporti commerciali con imprese operanti in settori particolarmente soggetti a rischi fisici o di transizione⁴⁷⁰, o

⁴⁶⁸ Si v. S. KWONG, *Investing with ‘carrots’ and ‘sticks’: generating maximum impact through ESG-linked loans and ESG covenants*, in *The London Institute for Banking & Finance – Centre for Sustainable Finance, White Paper 1/21*, 2021, in <http://www.libf.ac.uk>.

⁴⁶⁹ A ben vedere, infatti, «i covenants non sono un abito *prêt-à-porter*, ma un vestito sartoriale», pertanto si prestano ad essere adattati al contesto di riferimento (U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 608).

⁴⁷⁰ Ad es., si pensi alla IFC Exclusion List, *International Finance Corporation*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt-pub/ifc-exclusion->

controversi, per tutta la durata del rapporto⁴⁷¹; diversamente, si potrebbe immaginare un *ESG positive covenant* che richieda al prestatore, vuoi ai fini di un miglioramento della sua *performance* ESG (*rectius*, riduzione della sua esposizione ai rischi ESG), vuoi ai fini del raggiungimento di un obiettivo ESG (*Green o social loans*), di intraprendere determinate iniziative, ad es., per l'efficientamento energetico dei propri impianti, per il *welfare* aziendale, ovvero per l'assunzione di soggetti fragili. A tal fine, il *covenant* potrebbe identificare un KPI, come l'ottenimento entro una certa data di una specifica certificazione ISO o Accredia in materia di sicurezza sul lavoro, ovvero fissando un rapporto tra forza lavoro maschile e forza lavoro femminile prossimo alla

list.pdf; ABE, *Report on management*, cit., 108 s., dove si dice «The practices to reduce ESG risks are currently heterogeneous and vary across institutions. [...] Some institutions also mentioned the introduction of sectoral policies in economic sectors (including exclusion policies) with a high impact on the environment and/or that are potentially vulnerable to the transition to a low-carbon economy, such as energy, mining, infrastructure and agribusiness. Exclusion criteria for certain sectors and exposures are tools that institutions have begun to consider in their risk policies and risk management frameworks. Indeed, the findings of the EBA market practices survey shows that some credit institutions consider both the positive and negative impacts of their investments and take those impacts into account in their financial decisions. [...] Moreover, the institution could enter into a constructive dialogue with counterparties that are highly exposed to ESG risk to eliminate or at least reduce the source of ESG risks deriving from the counterparty to a level below the maximum limit set in the risk appetite framework. Further examples could consist of [...] modifying credit conditions for borrowers included in an exclusion list, on the basis of their ESG score».

⁴⁷¹ Si v. R. CHAN, *op. cit.*, 245, dove si dice: «in protecting from reputational risk, “do no harm” covenants may also be present, discouraging borrowers from behaviour that may result in harmful impacts. Such covenants will be especially important when impact investment projects involve disadvantaged people».

parità, etc., e rendere così più agevole e certo il giudizio in punto di raggiungimento degli obiettivi concordati⁴⁷².

Funzionale a questi *covenant* sembra la previsione di un obbligo, da parte del debitore, di trasmettere una informativa dettagliata in merito ai fattori ESG. Così, con gli “ESG *informative covenants*” si potrebbe obbligare l’impresa prenditrice a trasmettere periodicamente i dati sulle, ad es., emissioni di agenti inquinanti, sulla parità salariale tra generi, o notizie in merito al verificarsi di eventi atmosferici avversi. Più nello specifico, ciò potrebbe essere previsto *a)* all’interno dei c.d. *Sustainability Linked Loans* per monitorare il raggiungimento da parte del prestatore dei KPIs ESG identificati; *b)* all’interno di un finanziamento “tradizionale” ai fini del monitoraggio dell’esposizione di controparte ai rischi ESG⁴⁷³. Attraverso il monitoraggio, quindi, il finanziatore potrebbe rilevare segnali di mancato perseguimento da parte dell’impresa finanziata degli obiettivi ESG concordati (ipotesi *sub “a”*) ovvero un deterioramento dell’esposizione - addirittura, una situazione di crisi - in ragione della materializzazione di rischi ESG (ipotesi *sub “b”*).

⁴⁷² E. CECCHINATO, *Gli ESG covenants*, cit., 10.

⁴⁷³ Si v. ABE, *Orientamenti*, cit., 53, secondo cui: «gli enti dovrebbero disporre di un *framework* di monitoraggio solido ed efficace, supportato da un’adeguata infrastruttura di dati, per assicurare che le informazioni relative alle loro esposizioni al rischio di credito, ai clienti e alle garanzie reali siano pertinenti e aggiornate, e che la segnalazione esterna sia affidabile, completa, aggiornata e tempestiva». Ovviamente, tali clausole andrebbero calibrate in ragione della dimensione dell’impresa prenditrice poiché implica la presenza di un assetto organizzativo sofisticato e competente in materia ESG. Si rimanda alla nota 344 per una riflessione sull’onerosità degli obblighi che la finanza sostenibile potrebbe richiedere alle imprese PMI di sopportare.

Ben si potrebbe immaginare, quindi, che all'interno del contratto di finanziamento, oltre a una clausola che ponga in capo al prestatore un obbligo di informativa ESG e altre obbligazioni positive o negative in tema ESG, il *covenant* preveda - similmente a quanto avviene per *covenants* tradizionali - la possibilità per il creditore bancario di esercitare, al verificarsi o al non verificarsi dell'evento dedotto in condizione, una serie di poteri, come quello di azionare un aumento del costo del credito, diminuendo l'importo del fido concesso, ottenere dall'impresa ulteriori garanzie, reali o personali⁴⁷⁴ e, così, scoraggiare il prestatore dal *non* rispettare le disposizioni contenute nel contratto di finanziamento in materia ESG.

Si segnalano, comunque, le seguenti criticità: *i*) in primo luogo, che si tratti di semplici ESG *informative covenants* ovvero di ESG *positive/negative covenants*, è necessario che l'impresa finanziata sia dotata di un apparato organizzativo adeguato alla rilevazione, elaborazione e trasmissione dei dati rilevanti in tema ESG. Ciò fa sì che l'apposizione di clausole di questo tipo faccia lievitare, indirettamente, l'onerosità del finanziamento, soprattutto per l'impresa piccola e media, costringendola ad allocare importanti risorse per risultare *compliant* rispetto a tali impegni. Tale circostanza, invero, potrebbe tradursi in una vera e propria barriera all'accesso al credito per le PMI laddove tali clausole venissero inserite in maniera standardizzata all'interno dei contratti di finanziamento: questi enti, infatti, non sarebbero verosimilmente in grado di sopportare i costi per

⁴⁷⁴ E. CECCHINATO, *Gli ESG covenants*, cit., 9 ss.

l'implementazione di un apparato organizzativo adeguato nel senso appena descritto⁴⁷⁵; ii) altro profilo problematico attiene alla possibilità che alla violazione dell'ESG *covenant* non segua alcuna reazione da parte dell'istituto di credito, preoccupato più dalla possibilità che l'eventuale sanzione (ad es. l'aumento del costo del credito) possa compromettere la solvibilità del prenditore più che dal garantire il risultato ESG oggetto della clausola (ad es., l'assunzione di un certo numero di dipendenti di genere femminile per perseguire la parità di genere)⁴⁷⁶. A giudizio di chi scrive, tuttavia, si tratta di una preoccupazione che riguarda (anche e) maggiormente i *covenant*, per così dire, "tradizionali": si pensi all'obbligo per il prenditore di rispettare determinati parametri quantitativi patrimoniali e finanziari, in questo caso il mancato rispetto dei parametri implica che la situazione economico-finanziaria della prenditrice non sia ottimale, perciò l'irrogazione della sanzione (ad es., l'aumento del costo del credito) non farebbe altro che aggravarla. Per quanto riguarda, invece, l'ESG *covenant*, la violazione dell'impegno (ad es., l'assunzione di un certo numero di dipendenti di genere femminile) può non essere dovuta alla *performance* economico-finanziaria dell'impresa, con ciò rendendo più agevole per il finanziatore applicare la sanzione (ad es. l'aumento del costo

⁴⁷⁵ Si consideri, poi, che il limite dimensionale delle PMI costituisce la ragione che ha spinto il legislatore europeo ad escludere questi enti dalla platea dei destinatari della CSRD laddove, per il principio di proporzionalità, risultava irragionevole (e particolarmente oneroso) richiedere a questi di dotarsi di assetti interni adeguati nell'adempimento dell'obbligo di *disclosure* previsto nella direttiva (v. *supra* II, 4).

⁴⁷⁶ E. CECCHINATO, *Gli ESG covenants*, cit., 13. L'Autore, infatti sostiene che «Verosimilmente, la violazione di questo *covenant* non ha alcun impatto sulle capacità restitutorie dell'impresa (fermo restando che potrebbe causare alla stessa un danno reputazionale), con la conseguenza che il finanziatore potrebbe soprassedere alla sua violazione e non attivare alcuno strumento per tutelarsi».

del credito). Il problema, invero, è costituito dalla possibilità che l'ESG *covenant* non preveda, in conseguenza della violazione dell'impegno assunto dal prestatore, la possibilità per il finanziatore di irrogare alcuna sanzione, con ciò tradendo l'effettiva *ratio* (i.e. *green* o *social washing*) sottostante alla previsione della clausola⁴⁷⁷. Prima ancora, il problema risiede nella circostanza che non sia richiesto agli istituti di credito di effettuare una *disclosure* approfondita in merito ai KPIs inseriti nel testo contrattuale e alle conseguenze ivi previste nel caso non venga rispettato l'impegno ESG⁴⁷⁸.

⁴⁷⁷ V. *supra* al precedente paragrafo.

⁴⁷⁸ Sul punto, si v. S. KIM, N. KUMAR, J. LEE, J. OH, *op. cit.*, che sottolinea come soggetti che già intrattengono rapporti contrattuali tendono a stipulare prestiti ESG e ESG *covenant* per mere logiche di *marketing*, mantenendo le condizioni economiche precedenti e non prevedendo alcuna possibilità di reazione da parte del finanziatore.

CONCLUSIONI

Con il presente lavoro si è inteso analizzare la disciplina inerente alla concessione dei prestiti da parte delle banche, con particolare riguardo alla valutazione del merito creditizio, per come interessata dalla normativa europea sulla finanza sostenibile.

Nel primo capitolo è stato approfondito il dibattito che vede contrapposti i sostenitori della teoria dello *shareholderism* a quelli dello *stakeholderism* attorno alla rilevanza che la sostenibilità (ambientale e sociale) riveste nel modulare l'interesse dell'impresa, compresa quella bancaria. La questione sembra potersi risolvere *i)* riconoscendo a qualunque soggetto economico, nella propria autonomia statutaria, la libertà di optare per il perseguimento di interessi anche "altri" rispetto a quello lucrativo¹; *ii)* attribuendo allo *stakeholderism* valore strumentale rispetto all'interesse alla massimizzazione del profitto (*shareholderism*), tale per cui gli amministratori dell'impresa potranno perseguire interessi "altri" soltanto se tale attività risulta strumentale al perseguimento dello scopo lucrativo². In tal senso, quindi, chi scrive aderisce alla tesi di

¹ Si v. gli Orientamenti dei Notai del Triveneto, per cui sono da intendersi «legittime le clausole dell'atto costitutivo/statuto che, fermo restando quanto genericamente disposto dall'art. 41 Cost., dettano specifiche regole etiche e/o di sostenibilità che devono essere rispettate nella gestione della società, anche a scapito della massimizzazione dei profitti e della efficienza produttiva».

² In tal senso, M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e Impresa*, 1, 2023, 69. Chi scrive aderisce in toto alla ricostruzione operata da F. DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell'impresa*, Marsilio, 2021. Nell'introduzione, viene lanciata la provocazione «attirando a Davos i capi delle

Milton Friedman, per cui «it may well be in the long-run interest of a corporation that is a major employer in a small community to devote resources to providing amenities to that community or to improving its government». Ragionando altrimenti, invero, si arriverebbe alla insostenibile conclusione per cui il soggetto che sopporta il rischio d'impresa nel rispetto della normativa vigente³ non potrebbe beneficiare degli eventuali utili da questa prodotti ma sarebbe tenuto a destinarli al perseguimento di finalità generali e superiori, essenzialmente nell'interesse di coloro (*stakeholders*) che il rischio d'impresa non l'hanno assunto. Tale ricostruzione sarebbe conforme ad una - invero, alquanto discutibile - applicazione del principio di solidarietà (e sussidiarietà) che considera lecita quell'attività economica che non semplicemente risulti *compliant* rispetto alle norme di settore applicabili, ma che contribuisca proattivamente alla realizzazione della transizione sostenibile⁴. A giudizio

massime aziende del mondo per catechizzarli e convertirli allo *stakeholder capitalism*, Klaus Schwab fa aumentare lo *shareholder value* del suo World Economic Forum. E, a sua volta, se i catecumeni ivi convenuti adotteranno il nuovo verbo *stakeholderista*, sarà solo perché pensano che, in questo modo, o aumenterà lo *shareholder value* delle loro imprese, o diminuiranno i rischi a cui possono andare incontro (o semplicemente saranno più liberi dalle pretese degli *shareholder*). E anche la direzione del «*Financial Times*» deve aver pensato che attribuire alla massimizzazione dei profitti delle aziende la responsabilità delle disuguaglianze di redditi, della precarietà del lavoro, dei problemi ambientali, potesse essere il modo per conquistare nuovi lettori e inserzionisti massimizzando così i profitti».

³ Ad es., in materia tributaria, in materia ambientale, in materia sindacale e di sicurezza sul lavoro, etc.

⁴ Riprendendo la provocazione di F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?* In *Giur. Comm.*, 2023, 781 «ci si dovrebbe chiedere perché la responsabilità sociale d'impresa, se esiste, non potrebbe allora spingere l'amministratore a pagare, senza temere la reazione degli azionisti, una aliquota fiscale volontaria

di chi scrive, tale statuizione finirebbe per scoraggiare lo stesso spirito d'impresa⁵, che del successo sostenibile costituisce la logica

del sessanta o settanta per cento dell'imponibile, visto che il gettito ha una funzione redistributiva *ante litteram*».

⁵ Si v. G. FAUCEGLIA, *Sostenibilità ambientale e crisi d'impresa*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 4, 2023, 526 ss. «un ordinamento non può, allo stesso tempo, fissare una certa norma imperativa che fissa un limite di tutela di un determinato “bene comune protetto” e, allo stesso tempo, pretendere che un soggetto privato, ovvero un'impresa, debba assumere una condotta rispettosa di un limite di tutela più elevato rispetto a quello normativamente previsto»; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022., secondo cui l'imposizione dell'obbligo di inclusione di una politica di “sostenibilità” nella strategia aziendale non potrà affatto importare l'obbligo, per le imprese private, di adottare *standards* di “sostenibilità” più stringenti di quelli previsti dalla legge imperativa, pena lo stravolgimento radicale della ripartizione di compiti tra il legislatore. Pertanto le società non saranno mai tenute ad adottare criteri di condotta che eccedano il livello minimo richiesto di volta in volta dalla legge; THE ECONOMIST, *Stakeholder capitalism poisons democracy, argues Vivek Ramaswamy*, 14 settembre 2022; L. A. BEBCHUCK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, Discussion Paper no. 1052, in *Cornell Law Review*, 2020, secondo cui: «stakeholderism, we conclude, is an inadequate and substantially counterproductive approach to addressing stakeholder concerns. [...] By making corporate leaders less accountable and more insulated from shareholder oversight, acceptance of stakeholderism would increase slack and hurt performance, reducing the economic pie available to shareholders and stakeholders. In addition, and importantly, by raising illusory hopes that corporate leaders would on their own protect stakeholders, acceptance of stakeholderism would impede or delay reforms that could bring real, meaningful protection to stakeholders». Rileva M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2019, 1011, il pericolo che aderendo alla *stakeholder theory* gli amministratori perseguano arbitrariamente obiettivi redistributivi (e cioè aventi come effetto un trasferimento di ricchezza da un gruppo di *stakeholders* all'altro, a parità di valore complessivo dell'impresa), se non vere e proprie condotte opportunistiche.

premessa⁶, per cui si conclude affermando che quello societario non pare il terreno elettivo ideale per la realizzazione della transizione verso un'economia più sostenibile⁷.

Ad essere esaminata, in seguito, è stata la sigla “ESG”, acronimo che indica i fattori *environmental*, *social* e *governance* e di cui, come si è visto, si è parlato in termini di rischio e di obiettivo. Di questa formula “una e trina” è stata tracciata la storia, ne è stata data una definizione e sottolineate le qualità in termini di flessibilità, adattamento al contesto e capacità di diventare *mainstream*. Si è sottolineata la natura ancillare e strumentale del fattore “G” rispetto a quelli “E” ed “S”, caratteristica che rende – forse controintuitivamente – il primo il fattore più importante della sigla.

Sono state enunciate, poi, le principali criticità della formula in commento, la più lampante e irredimibile riguarda la circostanza che la *social sustainability* può richiedere azioni e imporre scelte che vanno a scapito della *environmental sustainability*, per cui vi saranno molti casi di *sustainability vs sustainability*⁸: la transizione infatti concentrerà gli impatti negativi sull'occupazione nelle regioni che dipendono da settori che

⁶ Così D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, 1, 1031, il quale osserva che la possibilità di considerare adeguatamente gli interessi degli *stakeholders* presuppone la sopravvivenza dell'impresa e la salvaguardia della sua capacità di produrre profitto, per cui la prospettiva finalistica del profitto non deve certo essere ridimensionata.

⁷ Così, G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022.

⁸ Si v. C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi Corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 99, per cui: «in molte situazioni il perseguimento di politiche ambientali ha costi sociali elevati, come evidente nel caso della chiusura di miniere di carbone o di altre attività industriali altamente inquinanti. La chiusura ha impatti rilevanti sui livelli occupazionali del territorio in cui queste industrie sono insediate. L'esempio dell'ILVA di Taranto in Italia è emblematico».

subiranno ampie trasformazioni per migliorare la protezione dell'ambiente e raggiungere la neutralità climatica, pertanto si dovrà necessariamente decidere a quale sostenibilità - ambientale, sociale o economica - “dare ragione” e in quale misura⁹.

Lasciando sullo sfondo la preoccupazione che quella europea stia diventando un'economia pianificata¹⁰ e che l'impatto di questa transizione sul tessuto industriale produttivo comunitario (e, in particolare, italiano, costituito principalmente da PMI poco “educate” alla sostenibilità) possa rivelarsi dannoso¹¹, il campo d'indagine è stato circoscritto all'analisi della normativa sulla

⁹ M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 31 s.

¹⁰ Si pensi all'aspettativa rivolta agli intermediari finanziari di valutare opportunamente il rischio di transizione, il rischio, cioè, che il decisore europeo imponga limitazioni o divieti per determinati settori produttivi. Si potrebbe dire, con una provocazione, che tale aspettativa implica come necessaria preconditione il possesso, da parte degli istituti, quantomeno della dote della preveggenza in merito ai destinatari dei provvedimenti emanandi e la capacità di questi di sapersi orientare nella ipertrofica attività normativa europea in tema di sostenibilità. Si condivide la riflessione contenuta in D. ZETZCHE, L. A. SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business & Organization Law Review*, 23, 2022, 81 s., secondo cui «financial market participants, regulators and investors are subject to transition risk at an enormous scale, given that much of the sustainability agenda within the EU financial markets stands on hollow ground, meaning its regulatory premises are not data-driven, but rather policy-driven».

¹¹ Sul punto, si v. ISTITUTO BRUNO LEONI, *La statalizzazione della responsabilità di impresa*, in www.brunoleoni.it, 19 marzo 2024, secondo cui «per effetto della regolamentazione e delle pressioni degli investitori, in Occidente, e in particolare tra le imprese quotate in borsa, si è registrato un drastico calo degli investimenti nel settore delle fonti fossili. Ma poiché la minore offerta non si traduce necessariamente in minore domanda, il risultato che abbiamo ottenuto è stato quello di causare un disallineamento che ha fatto esplodere i prezzi e che ha comportato uno spostamento dalle imprese occidentali a quelle di altri paesi, caratterizzati tipicamente da minore trasparenza e *standard* meno rigorosi nel rispetto dell'ambiente».

finanza sostenibile. Nel secondo capitolo viene infatti effettuata una panoramica dei principali interventi del legislatore comunitario sul tema tra provvedimenti di *hard* e *soft law*. In particolare, sono stati esaminati il reg. (UE) 2020/852 (“*Taxonomy Regulation*”, o TR), il reg. (UE) 2019/2088 (o “*Sustainable Financial Disclosure Regulation*”, o SFDR), la dir. (UE) 2022/2464 (“*Corporate Sustainability Reporting Directive*”, o CSRD), la proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e, infine, le aspettative delle autorità di vigilanza (BCE e Banca d’Italia) rivolte agli istituti di credito, nonché le proposte di modifica del “CRD IV Package”.

La struttura, in estrema sintesi, poggia su una serie di obblighi di *disclosure* al mercato, circostanza che denota la fiducia riposta dal legislatore europeo sulla capacità del mercato e degli *stakeholders* di premiare le imprese e gli intermediari attenti alla sostenibilità e sanzionare quelle poco sensibili rispetto alla sigla ESG, ma che non è detto agevoli il pronto raggiungimento degli obblighi assunti dall’UE con la sottoscrizione dell’accordo di Parigi. In questo senso, sarebbe stato sicuramente più efficace e conforme alle aspettative di alcuni¹² la previsione di un divieto per gli intermediari di finanziare imprese c.d. *brown*, possibilità che non è stata per il momento raccolta da parte del legislatore comunitario.

Nel terzo capitolo, invece, che rappresenta il cuore dell’indagine, si è approfondito il tema legato all’impatto dei fattori ESG nel contesto dell’accesso al credito bancario e la loro capacità di materializzare il rischio di controparte. In questa accezione i fattori ESG costituiscono i c.d. *risk*

¹² Sul punto, v. I. H-Y CHIU, L. LIN, D. ROUCH, *Law and Regulation for Sustainable Finance*, in *European Business Organization Law Review*, 17 febbraio 2022, 6 «Sustainability goals concern issues of intergenerational justice and may need more than incentive-based regulatory framework».

drivers dei rischi tradizionali e, così, impattando sulla propensione al rischio degli istituti di credito, si prestano ad essere considerati a prescindere da ogni positivizzazione operata dal legislatore comunitario in quanto capaci di incidere sulla profittabilità dell'attività di intermediazione creditizia.

Dopo aver definito i contorni giuridici dell'attività di valutazione del merito creditizio, operazione che costituisce adempimento di un dovere “pubblicistico” discendente dal principio della sana e prudente gestione e di un obbligo nei confronti del cliente promanante dal principio della buona fede precontrattuale che il banchiere deve adempiere con diligenza professionale, sono stati studiati nel dettaglio alcuni provvedimenti di *soft law*. Tra di essi, si ricordano gli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea sulla concessione e sul monitoraggio dei prestiti, nonché il *report* sulla gestione e supervisione degli intermediari finanziari, disposizioni che riempiono di contenuto i principi evocati e che perciò acquistano un valore che trascende la loro formale natura non vincolante¹³. Si è visto, tuttavia, come tali disposizioni non riescano

¹³ Così, F. RIGANTI, *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)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 1, 325 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 3, 83 ss.; P. LUCANTONI, F. CANTIELLO, *Board gender diversity and ESG performance: a regulatory perspective*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, E. CORAPI (a cura di), 2023, nota 10, 243; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 76; F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questioni di (semplici) “aspettative”?* in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 5, 1 settembre 2022, 1261; R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. econ.*, supp. al n. 4, 2022, 187.

ad orientare adeguatamente gli intermediari nell'attività di raccolta dei dati ESG rilevanti, nella loro analisi e ponderazione nell'alveo della decisione sul credito, assolvendo alla funzione di fotografare lo stato dell'arte più che a raccomandare la conformazione a delle *best practices*. Non solo: i provvedimenti raccomandano l'utilizzo di metriche e prassi sviluppate internamente, anche diverse da quelle prese in considerazione dagli orientamenti.

Nonostante la carenza di metodologie condivise per la misurazione e l'analisi del rischio ESG, non sembra potersi escludere che *i)* laddove il comportamento dell'intermediario abbia ingenerato un ragionevole affidamento nella conclusione del contratto in capo alla controparte, una decisione di diniego del prestito che si fondi sulla presenza di un rischio ESG che appaia incoerente o erronea in maniera oggettiva possa essere oggetto di contestazione da parte dell'impresa richiedente il finanziamento; *ii)* le metriche e le prassi individuate dall'istituto di credito considerato possano essere oggetto di censura in ambito SREP qualora si rivelino inadeguate alla gestione del rischio ESG di controparte.

Non sembra, invece, poter essere esperibile il rimedio risarcitorio da parte del curatore qualora l'istituto di credito non abbia identificato correttamente il rischio ESG poi materializzatosi e che ha finito per compromettere la solvenza dell'impresa debitrice, e ciò in ragione: *i)* della mancanza di metriche uniformi in tema ESG che renderebbero difficile - e per certi versi arbitrario¹⁴ - lo stesso apprezzamento del giudice; *ii)* della

¹⁴ D. ZETZCHE, L. A. SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business & Organization Law Review*, 23, 2022, 47 ss., che sottolineano come anche la valutazione della correttezza effettuata dalle autorità, in mancanza di standard uniformi, sia arbitraria; G.

circostanza che il compito di predisporre assetti adeguati - anche a rilevare tempestivamente il rischio ESG in termini di prevenzione del danno ambientale e di protezione e prevenzione degli infortuni sul lavoro - incombe sull'impresa prenditrice¹⁵, altrimenti dovendosi ammettere la possibilità per quest'ultima di violare il principio “*nemo potest venire contra factum proprium*” e riconoscere in capo all'intermediario una vera e propria posizione di garanzia muovendo, comunque, da una normativa di *soft law*. Non si esclude che qualora l'istituto chieda l'ammissione al passivo il curatore possa invocare l'art. 2035 c.c per ottenere l'esclusione del credito bancario in ossequio ad un certo indirizzo giurisprudenziale -

SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 250 ss., secondo cui l'assenza di *standards* sui metodi di misurazione dei rischi di sostenibilità e l'assenza di standard relativa ai dati utilizzati ai fini della quantificazione dell'impatto materiale dei fattori ESG «minano, da ultimo, la verificabilità *ex post* delle operazioni di stima del rilievo, sul fronte materiale, dei fattori ESG», tale da rendere i modelli predittivi di misurazione dei rischi di sostenibilità «maggiormente esposti a valutazioni discrezionali e finanche arbitrarie»; della stessa opinione A. L. RISO, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?* In D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021, 290 ss, secondo cui: «One of the main difficulties in the development of a risk analysis framework for climate-related risks stems from the disclosure difficulty to correctly quantify these risks and identify the related transmission channels».

¹⁵ P. M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e “assetti adeguati” dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. Dir. Civ.*, 6, 2022, 993 ss., il quale sostiene che «considerato l'impatto che avrebbero le sanzioni irrogate sulla stessa sopravvivenza dell'impresa in caso di accertata responsabilità ambientale, sembra di potersi ritenere esigibile dall'ente e, quindi, da parte dei suoi organi interni, il dovere di edificare i migliori presidi preventivi possibili per le attività indicate dalla legge come pericolose e che in tanto potranno essere considerati adeguati in quanto garantiscano il rispetto degli *standard* più elevati in base alle conoscenze consentite dalla migliore tecnica disponibile».

invero, minoritario¹⁶ - in materia di concessione abusiva del credito. Si precisa, tuttavia, che il tema travalica il perimetro del presente lavoro.

Infine, nell'ultimo capitolo, i fattori ESG sono stati presi in considerazione nella loro accezione di obiettivo del prestito, non come rischi. Da un lato, si è visto come il fenomeno dell'ESG *Lending*¹⁷ sia in forte crescita e come, tuttavia, sia auspicabile, per quanto riguarda la tipologia di prestiti c.d. *Social Sustainability Linked Loans*, un intervento normativo che obblighi i contraenti a una dettagliata *disclosure*¹⁸ in merito ai KPIs individuati, ai premi e alle penalità da applicare agli *spread* in dipendenza delle prestazioni ESG; questi modelli contrattuali si presterebbero altrimenti a finalità di *green* o *social washing*¹⁹. Dall'altro lato, si è analizzato il possibile inserimento, all'interno del tradizionale contratto

¹⁶ Cass., 5 agosto 2020, n. 16706, in *OneLegale*; Trib. Vicenza, 19 maggio 2022, in *OneLegale*; Trib. Vicenza, 22 aprile 2021, in *OneLegale*.

¹⁷ Sul tema, si v. M. DE SA, *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union*, in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, P. CAMARA, F. MORAIS (edited by), 2020, 380 ss., secondo cui: «There is, in fact, an increasing ESG activism by banks in finding contractual arrangements which meet the demands for socially responsible, environmentally friendly financial services».

¹⁸ B. LOMBARDI, *La finanza sostenibile: la nuova regolamentazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili*, in *Riv. Trim. di diritto dell'economia*, suppl. n. 2 al n. 1, 2022, 106.

¹⁹ F. GAMBAROTTO, M. RANGONE, S. SOLARI, *Moral and Institutional Foundations of Sustainable Technological Entrepreneurship*, in *Sustainability*, 2023, 15, 1 ss., secondo cui: «As eco-efficiency is based on profit-maximising goals [...] some behavioural concerns arise, as rationally bounded firms are likely to pursue uncomplicated and effortless pathways so as to safeguard profits. For instance, firms may pretend to be sustainable, while chasing opportunistic practices such as greenwashing, wokening, and cost shifting». Ulteriore complicazione si può rilevare qualora si pensi al fatto che le caratteristiche dei KPIs di sostenibilità sono immateriali e tendono al perseguimento di obiettivi nemmeno eccessivamente ambiziosi (A. A. ALESZCZYK, M. LOUMIOTI, G. SERAFEIM, *The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans*, in *Harvard Business School Working Paper 23-027*, 2022, 29).

di finanziamento, di clausole (i.e. *covenants*) che prevedono l'obbligo per il prestatore di trasmettere informazioni attinenti alla sua *performance* ESG, ovvero l'adempimento vero e proprio di obblighi di *facere* e *non facere* in tema ESG. Il problema del *green* o *social washing* si avverte anche con riferimento a queste clausole laddove non venga prevista alcuna possibilità di reazione da parte dell'intermediario al mancato adempimento degli obblighi ESG incombenti sul prestatore. Anche in questo senso, l'auspicio è per un intervento normativo che obblighi i contraenti a pubblicare i dettagli degli obiettivi individuati, dei KPIs identificati e delle penalità applicabili qualora il prestatore non rispetti gli impegni assunti, al netto della possibilità, per il finanziatore, di adottare misure di tolleranza.

In conclusione, merita di essere sottolineato il potenziale impatto sulle PMI della normativa analizzata nel capitolo III e IV: queste imprese - vista anche la loro difficoltà di far ricorso al mercato dei capitali²⁰ - non costituiscono il destinatario della normativa vincolante europea di settore di cui si è discusso e così sfuggono al

²⁰ M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 4, 2023, 571 s., secondo cui per questi soggetti, per la maggior parte non quotati in mercati regolamentati, non partecipati da investitori istituzionali se non in misura marginale «è evidente che la pressione rappresentata dalle *policy* e dalle *proxy voting guidelines* è decisamente minore, se non proprio inesistente, così come si annullano il timore di subire *l'exit* di questi investitori e l'esclusione da un indice di mercato, così come un ribasso nel valore di mercato e quindi nella liquidità delle partecipazioni». Si sottolinea, inoltre, come per queste imprese l'applicazione della CSRD sia solo facoltativa e come la platea delle PMI che accedono ad incentivi economici e fiscali per la transizione sia ancora scarsa (M. COSSU, *op. ult. cit.*). Suggestiva M. L. PASSADOR, *Sull'utilità della ESG disclosure e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2023, 180 l'alternativa di imporre alle PMI una *disclosure* che rispetti la forma del *comply or explain*, ossia una richiesta di disclosure attenuata.

meccanismo ideato dal legislatore comunitario volto a promuovere la transizione verso un'economia più sostenibile che richiede l'adempimento di obblighi di *disclosure*²¹.

Ciò non implica, tuttavia, che questi enti non siano toccati dalla normativa sulla sostenibilità per vie indirette: essendo la loro principale fonte di finanziamento proprio il credito bancario e dovendosi attendere, per un verso, che gli istituti valutino il rischio ESG cui è esposta la controparte PMI²² e, per altro verso, essendo possibile che l'intermediario richieda – attraverso l'inserimento di *ESG covenants* all'interno del contratto di finanziamento - a questa di trasmettere informazioni inerenti alla sua esposizione ai rischi ESG (se non proprio il raggiungimento di un obiettivo di sostenibilità²³) nell'ottica dell'adozione di presidi adeguati a monitorare e gestire il rischio di controparte, pare potersi affermare che laddove le PMI non si allineino ad una «cultura della sostenibilità» e non si dotino di assetti

²¹ Sul tema, si v. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, 607 ss.

²² A. BERTI, *L'impatto degli orientamenti EBA sul rapporto banca-impresa*, in *Bilancio e revisione*, 3, 2021, 5 ss., che rileva come la normativa europea sulla finanza sostenibile imponga una rimodulazione del rapporto banca-impresa e la necessità che l'impresa (anche PMI) si adoperi per fornire una mole di documentazione che forse non era mai stata chiamata a fornire.

²³ D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future*, in *www.dirittobancario.it*, secondo cui: «la strategia ESG adottata dall'intermediario potrà anche comportare la necessità di esaminare gli ambiti di miglioramento – ad es. – di un'impresa *target*, sotto il profilo del raggiungimento degli obiettivi ESG (ad es. mediante assunzioni di obblighi contrattuali del management ad aderire ai *SDGs* o a determinati codici di condotta), prevedendo appositi *KPI ESG* nell'ambito di eventuali accordi di investimento con l'impresa *target* ed utili ai fini del successivo monitoraggio dell'andamento dell'investimento»

adeguati a identificare, gestire e monitorare la propria esposizione ai rischi ESG sarà difficile, per queste, ricorrere al credito²⁴.

²⁴ Si v. FONDAZIONE PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE, *Non senza le PMI. Il ruolo delle piccole e medie imprese nella transizione energetica dell'Italia*, 20 maggio 2021, 63, secondo cui il 68% delle imprese del campione trova difficile o molto difficile l'accesso al credito. Si v., inoltre, V. A. D'AMATO, *Gli slogan green che l'Europa del futuro deve arginare. I danni al tessuto industriale creati da una UE ideologica, ostaggio della iper regolamentazione. Parola di un europeista*, in *Il Foglio Quotidiano*, 28 febbraio 2024 secondo cui il *Green Deal* cavalca «il “main stream” che individua nello sviluppo industriale la causa principale dell'emergenza climatica, ha prodotto una *messe* di provvedimenti legislativi, direttive e regolamenti che ha travolto tutte le filiere economiche e produttive, accelerando così il processo di impoverimento dell'Europa. [...] Soprattutto ha prodotto gravi contraccolpi negativi sia sul piano dell'impatto ambientale sia sull'autonomia e l'indipendenza stessa dell'economia e della società europea. [...] Paradossalmente quello che sembra oggi caratterizzare il comune sentire europeo è soprattutto l'eccesso di demagogia e ideologia che ha segnato, in particolare, questa legislatura».

ABBREVIAZIONI

2DII – 2 Degrees Investing Initiative.

ABF – Arbitro Bancario Finanziario.

BCE – Banca Centrale Europea.

BTAR - Banking Book Taxonomy Alignment Ratio.

Cass. – Cassazione

CRD – Capital Requirements Directive.

CRR – Capital Requirements Regulation.

CSDDD – Corporate Sustainability Due Diligence Directive

CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive

D.Lgs. – Decreto Legislativo.

Dir. – Direttiva

ESG – Environmental, Social, Governance

GAR – Green Asset Ratio.

ICAAP – Internal Capital Adequacy Assessment Process.

ICMA - International Capital Market Association.

ILAAP – Internal Liquidity Adequacy Assessment Process.

KPI – Key Performance Indicator

LGD – Loss Given Default.

L. – Legge.

PACTA – Paris Agreement Capital Transition Assessment.

PD – Probabilità di Default.

PMI – Piccola-Media Impresa

Reg. – Regolamento.

ROA – Return on Assets

SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation.

SIV - Structured Investment Vehicle.

SLL – Sustainability Linked Loan.

SLLPs – Sustainability Linked Loan Principles.

SREP – Supervisory Review and Evaluation Process.

TR – Taxonomy Regulation.

Trib. - Tribunale

UE – Unione Europea.

NORMATIVA DI RIFERIMENTO

1. Direttive e regolamenti europei

Dir. (CE) 138/2009.

Dir. (CE) 2006/43.

Dir. (CE) 2008/48

Dir. (UE) 2013/36.

Dir. (UE) 2013/36.

Dir. (UE) 2014/17.

Dir. (UE) 2014/95.

Dir. (UE) 2017/1132.

Dir. (UE) 2019/1023.

Dir. (UE) 2019/2034.

Dir. (UE) 2019/878.

Dir. (UE) 2019/904.

Dir. (UE) 2022/2464.

Dir. (UE) 49/2014.

Dir. (UE) 59/2014.

Dir. (UE) 65/2014.

Reg. (UE) 1024/2013.

Reg. (UE) 1093/2010.

Reg. (UE) 1094/2010

Reg. (UE) 1095/2010

Reg. (UE) 2016/1011.

Reg. (UE) 2019/2033.

Reg. (UE) 2019/2033.

Reg. (UE) 2019/2088.

Reg. (UE) 2019/2089.

Reg. (UE) 2019/876.

Reg. (UE) 2020/852.

Reg. (UE) 462/2013.

Reg. (UE) 575/2013.

Reg. (UE) 806/2014.

Reg. delegato (UE) 2021/2139

Reg. delegato (UE) 2022/1288

Reg. delegato (UE) 2023/2486.

Reg. di esecuzione (UE) 2021/637.

Reg. di esecuzione (UE) 2022/2453.

2. Diritto nazionale

Circolare 17 dicembre 2013, n. 285.

Codice civile.

Codice di procedura civile.

Costituzione.

Decreto del Presidente della Repubblica, 24 maggio 1988, n. 203.

Decreto Legislativo 1 gennaio 1993, n. 385.

Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14.

Decreto Legislativo 20 dicembre 2016, n. 254.

Decreto Legislativo 23 giugno 2003, n. 195.

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Decreto Legislativo 3 aprile 2006, n. 152.

Decreto Legislativo 7 settembre 2005, n. 209.

Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231.

Decreto Legislativo 9 aprile 2008, n. 81.

Decreto Ministeriale 3 febbraio 2011, n. 117.

Legge 28 dicembre 2015, n. 208

Legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1.

Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267.

3. *Soft law*

ASSEMBLEA GENERALE DELLE NAZIONI UNITE, *Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015*, 21 ottobre 2015.

ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Linee guida valutazioni immobiliari*, 20 luglio 2022.

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Advice to the Commission on KPIs and methodology for disclosure by credit institutions and investment firms under the NFRD on how and to what extent their activities qualify as environmentally sustainable according to the EU Taxonomy Regulation*, 2021.

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Discussion paper on the role of environmental risks in the prudential framework*, 2 maggio 2022

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Discussion paper, The role of environmental risks in the prudential framework*, Maggio 2022.

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 23 giugno 2021.

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Agenda BCE per il clima 2022*, 4 luglio 2022.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Asset Quality Review Phase 2 Manual*, giugno 2018.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Climate-related risk and financial stability*, luglio 2021.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali, Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, Novembre 2020.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guidance to banks on non-performing loans*, marzo 2017.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Supervisory assessment of institutions' climate-related and environmental risks disclosures*, marzo 2022.

BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 8 Aprile 2022.

BANCA D'ITALIA, *Guidance on the management of non-performing loans for Italy's "less significant institutions"*, gennaio 2018

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, giugno 2022

COMITATO CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Corporate Governance*, gennaio 2020.

COMITATO DI BASILEA, *Climate-related financial risk – measurement methodologies*, aprile 2021.

COMITATO DI BASILEA, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, aprile 2021.

COMITATO DI BASILEA, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, giugno 2006.

COMITATO DI BASILEA, *Basilea 3-Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010.

COMITATO DI BASILEA, *Task force on climate-related financial risks (TFCR)*, febbraio 2020.

Green Bond Principles, in www.ijc.org.

HIGH-LEVEL GROUP, *Final report of the High-Level Expert Group on sustainable finance*, gennaio 2018.

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *The macroeconomic and financial stability impacts of climate change: research priorities*, 2020.

Sustainability Linked Loan Principles, in www.lsta.org.

TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES,
Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Final Report, giugno 2017.

UNEP FINANCE INITIATIVE, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social, and Governance Issues Into Institutional Investment*, 2005.

GIURISPRUDENZA

ABF, 17 novembre 2020, 20376, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

ABF, 19 gennaio 2011, n. 1056 in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

ABF, 21 febbraio 2013, n. 995, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

ABF, 26 agosto 2015, n. 6128, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

ABF, 29 novembre 2013, n. 6182, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

Cass. 14 settembre 2021, n. 24725 in *OneLegale*.

Cass. 29 marzo 2007, n. 7768 in *DeJure*.

Cass., 10 giugno 2005, n. 12313 in *DeJure*.

Cass., 10 giugno 2009, n. 23929, in *OneLegale*.

Cass., 12 giugno 2007, n. 13777 in *OneLegale*.

Cass., 12 maggio 2017, n. 11798, in *Fall.*, 2017.

Cass., 14 febbraio 2022, n. 4715, in *Dejure*.

Cass., 14 maggio 2018, n. 11695, in *ilcaso.it*.

Cass., 18 gennaio 2023, n. 1387, in *ilcaso.it*.

Cass., 19 maggio 2022, n. 16276, in *OneLegale*.

Cass., 20 aprile 2017, n. 9983, in *ilcaso.it*.

Cass., 22 gennaio 2018, n. 1529, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 586 ss., con nota di M. GHIRLARDI, *I principi di corretta amministrazione e di adeguatezza dell'assetto organizzativo e i doveri di vigilanza dei sindaci di banche sul sistema dei controlli interni*.

Cass., 23 marzo 2016, n. 5762, in *DeJure*.

Cass., 26 febbraio 2013, n. 4802 in *DeJure*.

Cass., 27 ottobre 2023, n. 29840 in *OneLegale*.

Cass., 28 marzo 2006, n. 7030, in *OneLegale*.

Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, con nota di A. A. DOLMETTA, *Merito del credito e concessione abusiva. Dopo Cass. n. 18610/2021*, in *www.dirittobancario.it*.

Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, in *OneLegale*.

Cass., 5 agosto 2020, n. 16706, in *OneLegale*.

Cass., 6 febbraio 2023, n. 3503, in *DeJure*.

Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *OneLegale*.

TAR Lazio, Roma, 9 agosto 2005, n. 6157, in *DeJure*.

Trib. Brescia, 5 maggio 2020, n. 1291, in *OneLegale*.

Trib. Caltanissetta, 8 luglio 2020, *Riv. Trim. Dir. ec.*, 2020, 3, II, con nota di ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel decreto "liquidità": note a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.*

Trib. Catania, Sez. spec. Imprese, 8 febbraio 2023, in *OneLegale*.

Trib. Macerata, 24 maggio 2018, in *Nuova giur. comm.*, 2018, I, con nota di SALERNO, *La violazione dell'obbligo di verifica del merito creditizio: effetti (anche) civilistici.*

Trib. Milano, Sez. spec. Impr., 22 settembre 2022, con nota di CAGNASSO, *I vizi della relazione sulla gestione e la loro rilevanza*, in *Società*, 7, 2023.

Trib. Palermo, 10 agosto 2021, n. 3308, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Teramo, 19 agosto 2019, n. 157, in *DeJure*.

Trib. Torino, 14 aprile 2022 in *OneLegale*.

Trib. Trento, 11 marzo 2004, in *Riv. Pen.*, 2005.

Trib. Vicenza, 19 maggio 2022, in *OneLegale*.

Trib. Vicenza, 22 aprile 2021, in *OneLegale*.

PROVVEDIMENTI DELLE AUTORITÀ

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Draft Implementing Technical Standards on Pillar 3 disclosures on ESG risks*, 24 gennaio 2022.

AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Report, Final draft Implementing Technical Standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, 2022

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere su una proposta di modifica del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del consiglio per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor*, 24 marzo 2022.

COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Tassonomia sociale – Sfide e opportunità»*, 21 dicembre 2022.

COMMISSIONE EUROPEA, *Economia giusta e sostenibile: la Commissione stabilisce norme che impongono alle imprese di rispettare i diritti umani e l'ambiente nelle catene del valore mondiale*, 23 febbraio 2022.

COMMISSIONE EUROPEA, *Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici*, 24 maggio 2018.

COMMISSIONE EUROPEA, *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità*, 22 novembre 2016.

COMMISSIONE EUROPEA, *Il Green Deal europeo*, 11 dicembre 2019.

COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8 marzo 2018.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE*, 27 ottobre 2021.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione*, 30 marzo 2022.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 23 febbraio 2022.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità*, 21 aprile 2021.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle obbligazioni verde europee*, 6 luglio 2021.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, 24 maggio 2018.

COMMISSIONE EUROPEA, *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, 21 aprile 2021.

COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme*, 14 settembre 2016.

CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities and amending Regulation (EU) 2019/2088*, 9 febbraio 2024.

PARLAMENTO EUROPEO, *Briefing, EU Legislation in Progress, Amendments to banking capital requirements legislation*, 21 settembre 2023.

PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, 10 marzo 2021.

PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Final report on Social Taxonomy*, 28 febbraio 2022.

BIBLIOGRAFIA

AIFIRM, *Il principio contabile IFRS 9 in banca: la prospettiva del Risk Manager*, Position paper n. 8, 2016.

AIFIRM, *Position Paper n. 29. L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, giugno 2021.

ALAIÒ, BOWINKEL, *La sostenibilità in ambito bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 4, 1 aprile 2022.

ALAIÒ, *I rischi emergenti per il settore bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 1, gennaio 2023.

ALAIÒ, *Impatti sul processo del credito delle Linee guida EBA in materia di erogazione e monitoraggio*, in *Amministrazione & Finanza*, 10, 2020.

ALESZCZYK, LOUMIOTI, SERAFEIM, *The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans*, in *Harvard Business School Working Paper 23-027*, 2022.

ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge University Press, 2019.

ANDREANI, *I covenant nei contratti di finanziamento*, in *Amministrazione & Finanza*, 5, 2023.

ANDREEA STEFAN ET AL., *EU Soft Law in the EU Legal Order: A Literature Review*, in *King's College London Law School Research Paper Forthcoming*, 27 maggio 2019.

ANGELICI, *Direzione e coordinamento: casi e questioni*, in *Giur. comm.*, 2022, 1.

ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. Soc.*, 2018.

ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, Roma, 19 gennaio 2022.

ARCURI, DAGA, *Il ruolo degli istituti di credito e delle società di investimento nell'ambito della gestione e supervisione dei rischi ESG*, 2021.

AROSIO, *Cos'è il greenhousing*, in *La Repubblica Quotidiano*, 29 febbraio 2024.

BANFI, GIUSSANI, LUNGHI, *CSRD e proposta di direttiva CSDD*, in *www.dirittobancario.it*, 30 gennaio 2023.

BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale sul 1993*, 31 maggio 1994.

BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022.

BARCELLONA, *Shareholderism Versus Stakeholderism, La Società per Azioni Contemporanea Dinanzi al "Profitto"*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 2022.

BARRESI, *Il rating ESG delle società di capitali*, in *Riv. di dir. soc.*, 4, 2023.

BĂTAE, DRAGOMIR, FELEAGĂ, *The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study*, in *Journal of Cleaner Production*, 290, 2021.

BAUCO, DE LUCA, LUCIDO, PAGANI, *Assetti organizzativi, amministrativi e contabili: check-list operative*, 25 luglio 2023.

BEBCHUCK, TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, Discussion Paper no. 1052, in *Cornell Law Review*, 2020.

BELLAVITE PELLEGRINI, CANNAS, *Quali prospettive per una finanza sostenibile?* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022.

BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio e finanza d'impresa. Recenti evoluzioni e possibili applicazioni*, Milano, 2023.

BENVENUTI, PORCELLATI, *L'evoluzione del processo creditizio guidata dall'EBA dopo gli NPL ora punta all'erogazione e pertanto al monitoraggio attivo della filiera del credito*, in *www.dirittobancario.it*, 23 luglio 2019.

BERG, KÖLBEL, RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, Volume 26, Issue 6, Novembre 2022.

BERNARDINI, FAIELLA, LAVECCHIA, MISTRETTA, NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, n. 608, 2021.

BERTI, *L'impatto degli orientamenti EBA sul rapporto banca-impresa*, in *Bilancio e revisione*, 3, 2021.

BEVIVINO, *Gli stress test bancari. Inquadramento e regolazione*, giugno 2022.

BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca, Impresa, Società*, 3, 2022.

BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, 4, 2022.

BIANCA, *Diritto civile*, III, Milano, II ed., 2000, 162.

BIRINDELLI, FERRETTI, INTONTI, IANNUZZI, *On the drivers of corporate social responsibility in banks: evidence from an ethical rating model*, in *Journal of Management & Governance*, 2013, 19.

BODELLINI, SINGH, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?* In *Law and Economics Yearly Review*, 10, 1, 2021.

BODELLINI, *The long "journey" of banks from Basel I to Basel IV: has the banking system become more sound and resilient than it used to be?*, in *ERA Forum*, 2019, 20.

BONFATTI, *La procedura di Composizione Negoziata per la soluzione della Crisi d'Impresa: funzione, natura, presupposti ed incentivi*, in www.dirittodellacrisi.it, 20 settembre 2023.

BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo stato o le grandi Corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022.

BROGI, LAGASIO, PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance awareness as a potential credit risk mitigation factor*, in *Journal of international financial management & accounting*, 2022, 1.

BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, I.

BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 2021.

BRUNO, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell'art. 2086 c.c.*, in *Banca impr. Società*, 2020

BRUTTI, *Le regole dell'informazione ambientale, tra pubblico e privato*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2022.

BUFFELLI, *Gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili: analisi e note di rilievo da recente giurisprudenza*, in www.dirittodellacrisi.it.

BURAND, *Contracting for impact: embedding social and environmental impact goals into loan agreements*, in *New York Journal of Law & Business*, 13, 3, 2017.

BUSCH, FERRARINI, GÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021.

BUSCH, *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, in EBI WORKING PAPER SERIES, 2021, n. 70, 6 aprile 2021.

CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. econ.*, supp. al n. 4, 2022.

CAPO, *Libertà d'iniziativa economica, responsabilità sociale e sostenibilità dell'impresa: appunti a margine della riforma dell'art. 41 della Costituzione*, in *Gius. Civ.*, 1, 2023.

CARNEVALE, DRAGO, *I rischi ESG e il costo del debito bancario: cosa conosciamo e cosa non conosciamo*, in *Banca Imp. Soc.*, 2, 2023.

CARRETTA, *Stop al regolamento sui pesticidi*, in *Il Foglio Quotidiano*, 6 febbraio 2024.

CARRETTA, *Ursula von der Leyen mina il suo Green deal per quietare gli agricoltori*, *ivi*, 7 febbraio 2024.

CAVAZZANA, PONZIO, *Effetti dei climate-related risk sui bilanci*, in *Bilancio e revisione*, 3, 2022.

CECCHINATO, *Dovere di agire informati e responsabilità degli amministratori non esecutivi di banca*, in *www.dirittobancario.it*, 12 febbraio 2024.

CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. banc.*

CECCHINATO, *Note sulla disciplina della verifica del merito creditizio: per una rilettura alla luce della buona fede precontrattuale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, II.

CELATI, *Soft law nella regolazione dei mercati finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Riv. Reg. mercati*, 2, 2020.

CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022.

CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della crisi (dal codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *Nuovo dir. soc.*, 8, 2021.

CERRONE, *Rischio di credito e fattori ESG: una nuova prospettiva per il risk management delle banche*, in *Rivista di Studi Manageriali*, 2020, vol. 2, n. 2.

CERVED RATING AGENCY, *ESG Connect*, 30 settembre 2022.

CHAN, *Ensuring impactful performance in green bonds and sustainability-linked loans*, in *Adelaide Law Review*, 42, 1, 2021.

CHILOIRO, *Esg e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, in *Il Mulino Rivisteweb*, 1.

CHIU, LIN, ROUCH, *Law and Regulation for Sustainable Finance*, in *European Business Organization Law Review*, 17 febbraio 2022.

CICCONI, *Responsabilità da direzione e coordinamento: spunti civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2020.

CICERI, *Luci e ombre della banca etica: la realizzazione dello scopo etico tra responsabilità degli amministratori e codici di comportamento*, in *Studium Iuris*, 28, 2022.

CICERI, *Sindaci e amministratori non esecutivi a confronto nel sistema "poli-centrico" dei controlli societari*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 6, 2023.

CINCOTTI, *Relazione sulla gestione*, in O. CAGNASSO, I. DE ANGELIS, G. RACUGNO, *Il bilancio di esercizio*, in *Il Codice Civile. Commentario* fondato da P. SCHLESINGER, continuato da F. BUSNELLI, Milano, 2018.

CINGOLANI, *L'insostenibile sostenibilità: tutti la invocano, in pochi sanno come ottenerla*, in *Il Foglio quotidiano*, 4 giugno 2022.

CINGOLANI, *Perché l'UE non trova la bussola sul bollino della sostenibilità*, in *Il Foglio quotidiano*, 16 marzo 2021.

CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità. Profili giuridici economici e manageriali delle PMI italiane*, MASSA (a cura di), Torino, 2019.

CIRAIOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità), diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, I.

CISOLLA, *La responsabilità della banca da (co)gestione dannosa dell'impresa finanziata*, in *Fallimenti e Società*, 2020.

CLEMENTS-HUNT, *The Evolution of ESG*, MEDIUM, 3 febbraio 2020.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti Societari 2023*, in www.notaitriveneto.it.

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI*, 8 marzo 2024.

CONTE, *L'impresa responsabile*, Giuffrè, Milano, 2018.

CONVEGNO “SVILUPPO SOSTENIBILE, FINANZA E RISCHIO CLIMATICO”, *Rischi climatici e regolamentazione prudenziale. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, Luigi Federico Signorini*, 5 luglio 2019.

CORAPI, *Temi attuali sulla transizione verso un'economia sostenibile nel panorama italiano ed europeo: green bonds e greenwashing*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, CORAPI (a cura di), 2023.

COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 4, 2023.

D'AMATO, *Gli slogan green che l'Europa del futuro deve arginare. I danni al tessuto industriale creati da una UE ideologica, ostaggio della iper regolamentazione. Parola di un europeista*, in *Il Foglio Quotidiano*, 28 febbraio 2024.

D'ANGERIO, *Crisi ESG, è fuga dei grandi gruppi dagli accordi sul climate change*, in *www.ilsole24ore.com*, 25 febbraio 2024.

D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021.

D'ATTORRE, *Sostenibilità e responsabilità sociale nella crisi d'impresa*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2021.

DA LANDRIANO, *Rinviati per due anni gli obblighi per le aziende di presentare rapporti e bilanci ESG*, in *www.scenarieconomici.it* 8 febbraio 2024.

DARADKEH, SHAMS, BOSE, GUNASEKARAGE, *Does managerial ability matter for corporate climate change disclosure?* In *Corporate Governance: An International Review*, 2022, 31.

DE DONNO, *Riflessioni attorno la natura civilistica dei covenants*, in *Oss. Dir. civ. comm.*, 2, 2021.

DE LUCA, LUCIDO, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Finanza sostenibile e fattori “ESG”: stato dell’arte, sviluppi futuri e opportunità*, 2022.

DE POLI, *Amministratori non esecutivi di banca e violazione del dovere di agire in modo informato*, in *Giurisprudenza Comm.*, 2022, 3.

DE POLI, *Fundamentals of European Banking Law*, 2^a ed., Wolters Kluwer, Milano, 2020.

DE ROSSI, FRAGRASSI, *ESG e SRI, Le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani*, disponibile al sito www.itinerariprevidenziali.it, 2022.

DE SA, *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union*, in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, CAMARA, MORAIS (edited by), 2022.

DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell’impresa*, Marsilio, 2021.

DELOITTE, *L’Unione Europea e i nuovi orizzonti della tassonomia sociale*, 2022.

DEMIROGLU, JAMES, *The information Content of Bank Loan Covenants*, in *The Review of Financial Studies*, 23, 10, 2010.

DEVALLE, FIANDRINO, CANTINO, *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, in *International Journal of Business and Management*, 12, 9, 2017.

DI FAUSTO, *Investimenti sostenibili: analisi empirica e tradizionale dei fattori ESG*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, suppl. 1, 2021.

DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023.

DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 2.

DISPINZERI, *Green Asset Ratio (GAR): ESG e trasparenza nel mondo bancario*, in *www.dirittobancario.it*, 8 maggio 2023.

DOLŠAK, GRIFFIN, AND PRAKASH, *Is ESG Simply the Old CSR Wine in a New Bottle?*, in *The Regulatory Review*, 2022.

DONATO ABATE, *Osservatorio – La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio?* in *Banca Borsa Titoli di Credito*, I, 2023.

EFFAS, *KPIs for ESG, A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*, 2010.

ENRIQUES, *Missing in Friedman's Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, 2020.

ESCRIG-OLMEDO, FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, FERRERO-FERRERO, RIVERA-LIRIO, MUÑOZ-TORRES, *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, in *Sustainability*, 2019, 11(3).

ESG News, *Cerved Rating Agency: Investire nell'ESG riduce il rischio di credito*, 5 ottobre 2022.

EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR EMPLOYMENT, SOCIAL AFFAIRS AND INCLUSION, *Employment and social developments in Europe. Sustainable growth for all: choices for the future of Social Europe*, Publications Office, 2019.

EUROPEAN COMMISSION, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Final Report*, luglio 2020.

FAIELLA, F. NATOLI, *Natural Catastrophes and Bank Lending: the Case of Flood Risk in Italy*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 457, Banca d'Italia, Roma, 2018.

FALCONE, *Controlli di conformità e RegTech nella concessione del credito*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, I.

Fattori ESG: nuovi ITS sui modelli di informativa prudenziale, in www.dirittobancario.it, 13 dicembre 2022.

FAUCEGLIA, *Sostenibilità ambientale e crisi d'impresa*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 4, 2023.

FERRAN, ALEXANDER, *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*, in *University of Cambridge, Legal Studies Research Paper Series*, n. 36, giugno 2011.

FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?* In *Giur. Comm.*, 2023.

FIGLIOLA, *Finanziamenti alle imprese assistiti da garanzia pubblica nell'emergenza pandemica: tipologia e profili applicativi*, in *Nuovi Leggi Civ. Comm.*, 5, 2021.

FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. Soc.*, 2023.

FONDAZIONE PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE, *Non senza le PMI. Il ruolo delle piccole e medie imprese nella transizione energetica dell'Italia*, 20 maggio 2021.

FORLENZA, *La conformazione della corporate governance bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. Al n. 4, 2022.

FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*, in *The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970.

FUKUYAMA, *Il liberalismo e i suoi oppositori*, Milano, 2022.

GADINIS, MIAZAD, *Corporate Law & Social Risk*, *Vand. L. Rev.*, 2020.

GALVAGNI, *Cambiamento climatico, danni per 200 mld \$ l'anno: Filippine e Usa i paesi più a rischio, l'Italia la più colpita nell'UE*, in *Il Sole 24 Ore Quotidiano*, 28 febbraio 2024.

GAMBAROTTO, RANGONE, SOLARI, *Moral and Institutional Foundations of Sustainable Technological Entrepreneurship*, in *Sustainability*, 2023.

GIESE, LEE, MELAS, NAGY, NISHIKAWA, *Foundation of ESG investing: How ESG Affects equity Valuation, Risk, and Performance*, in *The Journal of Portfolio Management*, luglio 2019.

GIOVANDO, *Vigilanza bancaria dagli aspetti tradizionali ai nuovi orientamenti ESG*, Giappichelli, Torino, 2022.

GOBIO CASALI, M. BINELLI, *Concessione abusiva di credito e responsabilità della banca dopo il codice della crisi*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 18 aprile 2023.

GORIA, LOZITO, *La finanza Usa scappa dal green: ritirati già 13 miliardi dai progetti di transizione*, in *www.lastampa.it*, 25 febbraio 2024.

GORTSOS, KYRIAZIS, *The Taxonomy Regulation and its Implementation (Third fully updated edition, January 2024)*, in EBI WORKING PAPER SERIES, 2023, n. 136.

GUADALUPI, *I mutui diventano "sostenibili"*, in *www.dirittobancario.it*, 6 settembre 2021.

HAYEK, *The road to Serfdom*, University of Chicago Press, 1944.

HENNINGS, *The Austrian Theory of Value and Capital*, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 1997.

IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2023.

IFRS, *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*, settembre 2020.

IL FOGLIO QUOTIDIANO, *Meloni salva il lavoro rinforzato in Cina*, 10 febbraio 2024.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, *IFC Exclusion List*, 30 luglio 2007.

ISTITUTO BRUNO LEONI, *La statalizzazione della responsabilità di impresa*, in www.brunoleoni.it, 19 marzo 2024.

JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *Business Ethics Quarterly*, 2002.

JOHN, DE MASI, PACI, *Corporate Governance in Banks*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2016, 24, 3.

KELL, *The Remarkable Rise of ESG*, Forbes, 2018.

PUCKER, *Overselling Sustainability Reporting*, in *Harvard Business Review*, maggio-giugno 2021.

KIM, KUMAR, LEE, OH, *ESG Lending*, in *ECGI, Finance Working Paper n. 817/2022*, marzo 2023.

KWONG, *Investing with 'carrots' and 'sticks': generating maximum impact through ESG-linked loans and ESG covenants*, in *The London Institute for Banking & Finance – Centre for Sustainable Finance, White Paper 1/21*, 2021.

LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli ultimi orientamenti della giurisprudenza più recente)*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 6, 2019.

LARCKER, POMORSKI, TAYAN, WATTS, *ESG Ratings: A Compass Without Direction*, in *Rock Center for Corporate Governance Working Paper*, Agosto 2022

LEE HAZEN, *Social Issues in the Spotlight: The Increasing Need to Improve Publicly-Held Companies' CSR and ESG Disclosures*, *U. Pa. J. Bus. L.*, 2021.

LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc. 1, 1 marzo 2023.

LENER, LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1, 1 febbraio 2023.

LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Società*, 2021.

LEONI, *Freedom and the Law*, Liberty Fund, 1991.

LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e Impresa*, 1, 2023.

LIOZZO, SCHIMPERNA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 744, Dicembre 2022.

LOMBARDI, *La finanza sostenibile: la nuova regolamentazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili*, in *Riv. Trim. Di diritto dell'economia*, suppl. N. 2 al n. 1, 2022.

LOPUCKI, *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, *UC Davis Law Review*, 2022.

LOTTIERI, *Beni comuni, diritti individuali e ordine evolutivo*, IBL Libri, 2020.

LUCANTONI, CANTIELLO, *Board gender diversity and ESG performance: a regulatory perspective*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, CORAPI (a cura di), 2023.

M. STELLA RICHTER JR, *Corporate Sustainability Due Diligence: notarelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 2022.

M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. soc.*, 2021.

M. STELLA RICHTER JR, PASSADOR, SERTOLI, *Tendenze e prospettive delle società benefit*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022.

M. STELLA RICHTER JR., *Scelta del sistema di amministrazione e valutazione dell'assetto organizzativo nelle società azionarie*, in *Riv. Dir. civ.*, 2015, 2.

MACCHIAVELLO, *Possono esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 1, 2019.

MARCHEGIANI, *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione d'impresa e fiducia degli stakeholders*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2021.

MASSIAH, *Non sprecare il risparmio*, in *Il Foglio Quotidiano*, 27 febbraio 2024.

MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 5-6, 2019.

MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Riv. Reg. Merc.*, 2, 2022.

MICOCCI, *Adeguati assetti: il legame tra fattori ESG e crisi d'impresa*, in *www.riskcompliance.it*, 29 agosto 2023.

MINGARDI, *Contro la tribù. Hayek, la giustizia sociale e i sentieri di montagna*, Venezia, 2020.

MINGARDI, *L'intelligenza del denaro. Perché il mercato ha ragione anche quando ha torto*, Venezia, 2013.

MINNITI, *La concessione abusiva del credito, un'introduzione*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 12 febbraio 2024.

MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Rivista ODC*, 2, 2017.

MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018.

MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Le Agenzie di Rating*, PRINCIPE (a cura di), Milano, 2014.

MOSCO, FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022.

MURACA, *Tutela della concorrenza e sostenibilità ambientale: dialogo difficile ma necessario*, in *Riv. Reg. merc.*, 1, 2021.

MURGO, *La proposta di direttiva sulla corporate sustainability due diligence tra ambizioni e rinunce*, in *Diritto delle Relazioni Industriali*, 2022.

NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, PASSALACQUA (a cura di), 2021.

NAZZICONE, *L'art. 2086 c.c.: uno sguardo d'insieme*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa* (Quaderno Scuola Superiore della Magistratura, n. 18), Roma, 2022.

NETWORKDIGITAL360, *Nuovi ostacoli per la direttiva sulla sostenibilità della UE*, 4 marzo 2024.

NOZICK, *Anarchy, state and utopia*, Basic Books, 1974.

ODCEC Milano, Commissione Finanza e controllo di gestione, *Rating Advisory – Linee guida per il monitoraggio proattivo del merito creditizio e l'assegnazione del rating d'impresa*, 21 dicembre 2015.

ODCEC Milano, Commissione Finanza e Gestione d'impresa e Banche, intermediari finanziari e assicurazioni, *Principi guida per la redazione del Business Plan*, 28 aprile 2021.

OIBR, *Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione della crisi nelle PMI*, in *Quaderno n. 7*, 30 aprile 2022.

OIC, *Principi contabili, Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*, marzo 2018.

OICV-IOSCO, *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Consultation Report*, novembre 2021.

OIKONOMOU, BROOKS, PAVELIN, *The effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings*, in *The Financial Review*, 49, 1.

PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022.

PARROTTA, RACCA, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Riv. Dir. Pen. Glob.*, 2016.

PASSADOR, *Sull'utilità della ESG disclosure e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2023.

PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 2021.

PATRONI GRIFFI, *I covenant finanziari, Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009.

PELLEGRINI, DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 2021.

PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009.

PETROPOULOU IONESCU, ELIANTONIO, *Soft Law Behind the Scenes: Transparency, Participation and the European Union's Soft Law Making Process in the Field of Climate Change*, in Cambridge University Press, *European Journal of Risk Regulation*, 14, 2023.

PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2009.

POLETTI, *La responsabilità della banca per diniego del credito nelle decisioni dell'arbitro bancario finanziario*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 5, 2014.

POLLMAN, *The Making and Meaning of ESG*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper n. 659/2022.

POSNER, *Does Tesla Deserve to Be Treated as an ESG Champion?* ETHICAL SYSTEMS, 8 febbraio 2022.

PRISCO, *L'impatto ESG sugli assetti societari del Codice della crisi d'impresa*, in *Norme & Tributi Plus Diritto*, 20 ottobre 2022.

QUARANTA, *I rischi del cambiamento climatico: verso una pianificazione industriale (e politica)?*, in *Ambiente & sviluppo*, 4, 1 aprile 2022.

RACUGNO, SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un Green Deal europeo*, in *Riv. Soc.*, 2022.

REGALLI, SOANA, TAGLIAVINI, *Analisi finanziaria*, 2018.

RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022.

RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questioni di (semplici) "aspettative"?* in *Le Nuovi Leggi Civili Commentate*, 5, 1 settembre 2022.

RIGANTI, *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)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 1, 2022.

RISO, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?* In BUSCH, FERRARINI, GÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021.

ROBINS, BRUNSTIG, WOOD, *Climate Change and The Just Transition: A Guide for Investor Action*, 2018.

ROSE, *A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure*, in, *Washington Univ. L. Rev.*, 2021.

ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1, 2021.

RUFINI, *Finanza & ESG. La bocciatura della regolamentazione e le criticità su cui lavorare*, in *www.ilsussidiario.net*, 14 febbraio 2024.

RUGGIE, *The United Nations and Globalization: Patterns and Limits of Institutional Adaptation*, Vol. 9, n. 3.

SABBATELLI, *Covid-19 e merito di credito*, 64, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II.

SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 3.

SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. Dir. Civ.*, 6, 2022.

SANNA, *La finanza sostenibile*, in *Riv. Trim. di diritto dell'economia*, suppl. n. 2 al n. 1, 2022.

SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009.

SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giustizia civile*, 3, 2015.

SCIARELLI, LANDI, COSIMATO, PRISCO, *Socially responsible Investment e transizione verso la sostenibilità: la prospettiva delle asset management companies*, in *Rivista di Studi Manageriali*, 2020, 2, 2.

SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 4, 2022.

SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023.

SEMERARO, *Fattori di sostenibilità ambientale e politiche creditizie*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, PASSALACQUA (a cura di), 2021.

SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, in Hart Publishing, 2004.

SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, 2021.

SIANI, *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, Roma, 6 ottobre 2021.

SIMON, KUCHER & PARTNERS, *Global Sustainability Study 2021. Consumers are key players for a sustainable future*, ottobre 2021.

SOLIMENE, *La Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2022.

SPADARO, *Orientamenti giurisprudenziali di merito. Omessa valutazione del merito creditizio per mancata consultazione delle banche dati a disposizione dei soggetti finanziatori*, in *Fall.*, 2023, 5.

STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, 1.

STIGLITZ, WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, 1981, 71, 3.

STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. Soc.*, 2020.

STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alla corporate e index guidelines*, in *Riv. Soc.*, 2021.

STUPPIA, *I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine*, in *Il trust in Italia*, 2011.

TAPARIA, *The World May Be Better Off Without ESG Investing*, in *Stanford Social Innovation Review*, 2021.

TESSARI, CFO di Cherry Bank S.p.A., al secondo incontro del ciclo di seminari “*Gli orizzonti del diritto della finanza etica e sostenibile*”, Padova, 14 settembre 2023.

THE ECONOMIST, *Stakeholder capitalism poisons democracy, argues Vivek Ramaswamy*, 14 settembre 2022.

THE GLOBAL COMPACT, *Outcomes of the Who Cares Wins Initiative 2004-2008: Future Proof? Embedding Environmental, Social and Governance Issues in Investment Markets*, 2008.

THE GLOBAL COMPACT, *Who cares wins, Connecting financial markets to a changing world, Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, Recommendations to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage*, 2004.

TOMBARI, *Corporate social responsibility (CSR) environmental social governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2021.

TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" e "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018.

TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un capitalismo sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021.

TRAPANI, *Riflessioni sulla verifica del merito creditizio dei soci di banche cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 5, 2023.

TRUBEK, COTTREL, NANCE, *"Soft law", "hard law", and European integration: toward a theory of hybridity"*, in *Legal Studies Research Paper Series*, n. 1002, novembre 2005.

U.N., *Our Common Future*, 1987.

U.N., *Kofi Annan's address to World Economic Forum in Davos*, 1 febbraio 1999.

URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, fasc. 4, 2022.

VARANI, LUNETTA, DI MARTINO, *Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future*, 3 marzo 2022, in www.dirittobancario.it.

VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l'impresa*, in lavoce.info, 2 aprile 2021.

VERONESI, *Sostenibilità e rischio di impresa. Responsabilità e vantaggi derivanti dalla gestione integrata dei rischi e dall'adozione di comportamenti aziendali sostenibili*, in *www.diritto.it*, 28 ottobre 2022.

ZETZCHE, SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business & Organization Law Review*, 23, 2022.

ZORNETTA, MAZZONETTO, *I modelli per la misurazione del rischio di credito presso gli intermediari finanziari e i relativi impatti ai fini della vigilanza*, in *www.libreriauniversitaria.it*, 2017.

