

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>



ISSN: 1974-9805

Anteprima n. 32 - dicembre 2025

L'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ BANCARIA SOSTENIBILE. PROBLEMI E PROSPETTIVE

Vito Bevivino

L'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ BANCARIA SOSTENIBILE. PROBLEMI E PROSPETTIVE^{° *}

Vito Bevivino

*Ricercatore di Diritto dell'Economia
Università di Siena*

Il saggio esamina il significato giuridico dell'internalizzazione della sostenibilità nell'attività bancaria, interrogandosi sulle trasformazioni che l'integrazione dei fattori ESG determina rispetto alle categorie tradizionali del diritto bancario e della regolazione prudenziale. Muovendo dall'analisi dell'attività bancaria quale esercizio del credito e raccolta del risparmio, il contributo sostiene che la progressiva diffusione di operazioni ESG-linked – in particolare green loan, sustainability-linked loan e depositi sostenibili – non possa essere ricondotta alla sola dimensione della gestione del rischio, secondo la prospettiva oggi prevalente nella regolazione prudenziale europea. Sebbene il rilievo dei fattori ESG venga frequentemente ricostruito in termini di esposizione ai rischi climatici, ambientali, sociali e di governance, l'articolo mostra come tale riduzione non sia sufficiente a spiegare le implicazioni sistematiche del fenomeno.

The essay examines the legal significance of the internalisation of sustainability within banking activity, investigating the transformations that the integration of ESG factors entails for the traditional categories of banking law and prudential regulation. Starting from an analysis of banking activity as the exercise of lending and deposit-taking, the contribution argues that the progressive spread of ESG-linked transactions – in particular green loans, sustainability-linked loans, and sustainable deposits – cannot be reduced to the sole dimension of risk management, in accordance with the perspective currently prevailing in European prudential regulation. Although the relevance of ESG factors is frequently framed in terms of exposure to climate, environmental, social, and governance risks, the article demonstrates that such a reduction is insufficient to explain the systemic implications of the phenomenon.

Sommario:

1. L'internalizzazione della sostenibilità nell'attività bancaria
2. L'attività ESG delle banche.
3. I problemi regolatori derivanti dai depositi ESG
4. Il credito delle attività sostenibili e le performance ESG
5. I problemi dell'attività bancaria sostenibile
6. La valutazione dell'attività ESG legata al credito
7. La valutazione da parte dei depositanti dell'attività ESG delle banche e il problema della regolazione della liquidità bancaria nel caso dell'incremento di operazioni finanziarie sostenibili

[°] Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

^{*} Il testo aggiorna e corregge di note essenziali la relazione tenuta in occasione del seminario dottorale "La libertà di impresa al tempo della transizione ecologica. Prospettive giuridiche interdisciplinari integrate", svoltosi il 24 ottobre 2025 presso il Dipartimento di Studi aziendali e giuridici dell'Università di Siena.

1. L'internalizzazione della sostenibilità nell'attività bancaria

Se si sceglie di esaminare il rilievo dei fattori ESG per la tradizionale attività bancaria, sembra opportuno considerarne il ruolo in rapporto all'esercizio del credito e alla raccolta del risparmio, ovvero, alla stipulazione (o, secondo una prospettiva di mercato, o più generale, all'emissione) di operazioni di credito e di deposito¹.

Una delle conseguenze di questa prospettiva è quella di ridurre il significato del fenomeno della sostenibilità, di cui i fattori costituiscono diversi unitari aspetti², ai rischi dell'attività³. A essi l'ente creditizio risulta esposto tanto in via diretta, per il legame considerato dall'esercizio dell'attività di intermediazione, tanto in via mediata, per effetto dell'esposizione della controparte che subisce i rischi. D'altra parte, il rischio di credito è destinato a operare quale meccanismo di orientamento dei flussi di capitale verso imprese maggiormente sostenibili, vale a dire meno esposte a rischi ambientali

¹ Non è qui possibile affrontare il tema della riconducibilità delle attività ESG alle forme contrattuali disciplinate, per alcune caratteristiche, v. *infra*, par. 2.

² I fattori ambientali, sociali e di *governance* (*Environmental, Social, e Governance*, come noto, conosciuti con l'acronimo ESG) costituiscono diversi unitari aspetti della sostenibilità; in questo senso si ritiene che i «tre *factors* o *standards* dell'ESG» siano tutti investiti dalla sostenibilità. La conseguenza è che il riferimento è quindi a una *sostenibilità ambientale*, una *sociale*, e a una (*corporate*) *governance sostenibile*; cfr. CARIELLO, *Per un diritto costituzionale della sostenibilità (oltre la "sostenibilità ambientale")*, in *Rivista ODC*, 2022, pp. 413 ss., pp. 414 s., nt. 5 (ove riferimenti), il quale evidenzia la trasversalità, o polivalenza della sostenibilità. Queste ultime caratteristiche sono prese in considerazione tanto da chi considera una «tripartite conception of sustainability», cfr. BRUNER, *Corporate Governance Reform and the Sustainability Imperative*, in *The Yale Law Journal*, 131, 2022, 1227 ss., 1247 ss., 1247 s., il quale constata anche la considerevole evoluzione del paradigma della sostenibilità a partire dal c.d. *Brundtland Report*, del 1987; tanto da chi distingue tra «material and immaterial sustainability topics or issues», KHAN, SERAFIM, YOON, *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, in *The Accounting Review*, 91, 2017, 1697 ss. La trasversalità del significato della sostenibilità è indagata, con riferimento al (momento climatico del) solo fattore ambientale da LIGHT, SKINNER, *Banks and Climate Governance*, in *Columbia Law Review*, 121, 2021, 1895 ss. Più in generale, si osserva i fattori ESG si collocano al centro del dibattito internazionale non soltanto in ambito giuridico, ma altresì in una pluralità di contesti scientifici, istituzionali, economici, finanziari e politici, all'interno di un quadro caratterizzato da marcata eterogeneità e non prive tensioni interpretative; v. MONTALENTI, *La "rivoluzione" ESG*, in Marchetti, Rossi, Strampelli, Urbani, Ventoruzzo (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Milano, 2024, II, 735 ss.

³ Nel senso appena considerato, v. MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria, accesso al credito e rischi climatici*, in Siri, Lenzi (a cura di), *Sostenibilità e informazione al mercato*, Milano, 2026, 225 ss., 227; SJÄFJELL, *Taking Finance Seriously Understanding the Financial Risks of Unsustainability*, in Alexander, Gargantini, Siri (ed. by), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance. Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2025, p. 22 ss.; sia consentito il rinvio a BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca impresa soc.*, 2022, 593 ss., 595 s.

o climatici⁴, di *governance*, o sociali⁵, ovvero, in altri termini, dotate di adeguate capacità di elaborazione e attuazione delle strategie di mitigazione e adattamento ai rischi di sostenibilità⁶.

Il ricorso ai fattori ESG nell'attività bancaria risponde quindi a diverse esigenze: quella di mercato, dato che vale ad attrarre una tipologia di clientela attenta ai risultati dei prodotti bancari ESG, ovvero disposta a declinare il proprio impegno negoziale ancorato a risultati ESG compatibili, sia pure delineando un chiaro incentivo finanziario⁷; e quella, se si vuole (latamente) politica, indicata in più documenti delle autorità europee, che suggerisce che il costo della transizione ecologica venga distribuito sull'attività bancaria europea. Il modo in cui la banca partecipa, volontariamente, o meno, del più ampio movimento della sostenibilità⁸,

⁴ Sebbene si osservi «l'illusione che tutti problemi ambientali si riducano al cambiamento climatico e che i problemi del cambiamento climatico si riducano, a loro volta, alle emissioni di CO², mentre rimangono irrisolti molti problemi di gestione, globale e locale, dell'ambiente»; cfr. LIBERTINI, *Doveri ambientali, sviluppo sostenibile e diritto commerciale*, in *Il diritto dell'economia*, 2021, 93 ss., 95.

⁵ Senza dimenticare la dimensione conflittuale che si può verificare tra i fattori; GÖZLÜGÖL, *The clash of 'E' and 'S' of ESG: just transition on the path to net zero and the implications for sustainable corporate governance and finance*, in *Journal of World Energy Law and Business*, 15, 2022, 1–21; STELLA RICHTER jr, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss., 33 s.; FAIRFAX, *The O.G.: Unmasking Why Governance Is The Most Important Component of Esg*, in *Harvard Bus. L. Rev.*, 14, 2024, 153 ss., 173 ss., 175 ss.; GOSHEN, HAMDANI, RASKOLNIKOV, *Poor Esg: Regressive Effects Of Climate Stewardship*, in *BYU Law Review*, forthcoming (Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4771137>, 2025), 1 ss.

⁶ Sull'effetto selettivo del credito v. EUROPEAN CENTRAL BANK, *The euro area bank lending survey. First quarter of 2026*, April, 2026 (consultabile sul sito <https://www.ecb.europa.eu>); BEVIVINO, *Il bank government*, cit., 595 s., 608, ove anche il riferimento al rischio sistemico; MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., 227.

⁷ Si è in presenza, in altre parole di un mercato di prodotti bancari ESG, sorto intorno alla diffusa emissione di prestiti con tassi dipendenti dalle *performance* ESG dei mutuatari. Gli *stakeholder* richiedono che le imprese siano attente alle questioni ambientali, sociali e di *governance*. Le imprese rispondono a queste richieste sia incorporando negli obiettivi della loro attività considerazioni ESG che coprono un'ampia gamma di argomenti (che riguardano le esternalità ambientali, il benessere dei dipendenti, la diversità sociale, la *governance*), sia tramite la previsione della cura di questi aspetti nelle loro *corporate policy*; si consenta il rinvio a BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, IV, 484 ss., 485.

⁸ Si dovrebbe poter intendere che la banca possa sia essere spinta all'esercizio di attività (specialmente di finanziamento) ESG da parte dei *policy-maker* europei, sia che possa orientarsi in tal senso dando esito alle richieste di mercato, con conseguenze che tuttavia dovrebbero non essere del tutto assimilabili; sul tema, più in generale, ponendo diversi problemi di orizzonte, VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca impresa soc.*, 2024, 5 ss., 8 ss.; BEVIVINO, *Il bank government*, cit., 600 ss. e, rispettivamente, 612 ss., quanto all'orientamento del mercato e al ruolo della Commissione Europea nell'indirizzare l'attività bancaria verso il finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile nel contesto programmatico delineato, almeno, dalle Comunicazioni *Action Plan: Financing Sustainable Growth* del 2018, e *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy* del 2021. In argomento, v. COMMISSIONE EUROPEA, 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/2018/097 final; COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della

proprio perché si esprime attraverso l'*attività*⁹, non si limita quindi alla sola generazione di rischi ESG. E dato che la natura delle scelte oscilla tra atteggiamenti pubblicisti e l'autonomia negoziale, o l'interesse di mercato, si dovrebbero poter verificare differenti esiti regolatori in quelle aree tematiche che non riguardano i rischi, ma che dovrebbero risentire della natura delle scelte. Anche solo a limitare l'esame all'esercizio del credito e alla raccolta del risparmio¹⁰, si pongono, quindi, diversi problemi che si vorrebbe qui provare (almeno in parte) a identificare, che riguardano aspetti differenti da quelli connessi alla gestione prudenziale del rischio – e, quindi, tra gli altri, al rapporto tra obblighi di capitalizzazione e liquidità e rischio bancario, alla *governance* del rischio e alle comunicazioni relative al rischio ESG¹¹.

Per provare a rendere più chiaro il problema, sembra utile esaminare anche solo brevemente l'attività bancaria a partire dalle caratteristiche appena evocate.

Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM/2021/390 final. Sul tema v. VAN DEN HURK, VAN DER KLOOSTER, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in Bush, Ferrarini, Grünewald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2nd ed., Cham, 2024, p. 17 ss.; BUSCH, FERRARINI, VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan*, in Bush, Ferrarini, Grünewald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2021, pp. 19 ss.; BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, in Passalacqua (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Marco Giusti*, Padova-Milano, 2022, p. 197 ss., p. 209 ss.

⁹ V. LENER, LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, 6 ss.; SARTORI, *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3, 2024, 136 ss.; BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche*, cit., 488 ss.; per più generali considerazioni, BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, 411 ss., 450 ss.; AMMANNATI, *La sostenibilità come obiettivo per la regolazione dei mercati*, in Davola, Antonucci, Luchena, Cavaliere (a cura di), *Sostenibilità. Finanza mercati ambiente. Spunti di riflessione*, Bari, 2025, 38 ss.

¹⁰ Senza tema di completezza, v. FERRO LUZZI, *Attività bancaria e attività delle banche*, in *Banca impr. soc.*, 1996, 3 ss.; DESIDERIO, *L'attività bancaria*, in Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 3^a ed., Milano-Padova, 2024, 205 ss.; ID., *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004; URBANI, *Banca, Attività bancaria e attività delle banche*, in ID. (a cura di), *L'attività delle banche*, 2^a ed., Milano-Padova, 2020, 15 ss.

¹¹ Per l'analisi, v. MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., 232 ss.; PERRONE, CARDANI, *Rischi ambientali e parametri ESG nella gestione delle banche*, in *Banca impresa soc.*, in corso di pubblicazione (consultabile in early access presso <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1435/119195>), 1 ss.; BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche*, cit., 506 ss.; ID., *Il bank government*, cit., 617 ss.

2. L'attività ESG delle banche

Il riferimento all'acronimo ESG, come noto, richiama l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* nei processi di gestione che le imprese adottano in relazione al finanziamento sostenibile. Anche se la questione è più ampiamente esaminata con riferimento all'inclusione di *asset* ESG nei portafogli degli investitori¹², su cui larga incidenza hanno i canali istituzionali¹³, considerazioni non dissimili possono essere estese più in generale alle scelte finanziarie delle imprese¹⁴, riguardando così l'ambito dell'attività bancaria comunemente intesa, che rivolge a un ampio segmento di mercato prestiti e depositi connessi a fattori ESG (c.d. *ESG-linked*)¹⁵.

Si può osservare, in altri termini, che l'interesse delle banche verso l'attività ESG, dettato da inevitabili profili di *shareholderism*, si innesta sulle richieste e sulle offerte di servizi finanziari socialmente responsabili e rispettosi dell'ambiente grazie ad accordi contrattuali¹⁶. Accanto ai prodotti sostenibili del mercato dei capitali, come i *green bond* e i *social bond*¹⁷, esiste, quindi, una vasta gamma di prodotti bancari sostenibili dal contenuto e dal significato molto differente.

¹² Per l'individuazione del finanziamento sostenibile v. gli artt. 9, 10-16, 17, 18 Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. *Taxonomy Regulation*, TR); al riguardo, tra gli altri, ZETZSCHE, ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business Organization Law Review*, 23, 2022, 47 ss., 51 ss., ove un'analisi; sul TR, in luogo di molti, GORTOSOS, *The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union*, in Bush, Ferrarini, Grünwald (ed by), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2021, 351 ss.; nonché DE OLIVEIRA NEVES, *The EU Taxonomy Regulation*, in Câmara, Morais (ed by), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Cham, 2022, 249 ss.

¹³ In luogo di molti, v. BALP, *Finanza sostenibile e ruolo degli investitori istituzionali*, in Siri, Lenzi (a cura di), *Sostenibilità e informazione al mercato*, cit., 117 ss.; e ivi anche STRAMPELLI, *Il limite degli engagement degli investitori istituzionali*, ivi, 139 ss.; MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.

¹⁴ In questo modo segnalando un legame rilevante con un altro tema generalmente connesso a quello della sostenibilità, quello della *Corporate Social Responsibility*, che sembrerebbe di poter delineare sul piano della gestione dell'impresa, piuttosto che del suo finanziamento; cfr. MACNEIL, ESSER, *From Financial to an Entity model of ESG*, in *European Business Organization Law Review*, 23, 2022, 9 ss., 10 s., testo e nt. 4., i quali esaminano anche la non perfetta aderenza tra sostenibilità e fattori ESG (19).

¹⁵ Il passaggio da ambiti ristretti dell'attività finanziaria a più generali profili dell'attività bancaria è osservato, tra gli altri, da MIGLIORELLI, DESSERTINE, *From Transaction-Based to Mainstream Green Finance*, in Migliorelli, Dessertine (ed. by), *The Rise of Green Finance in Europe. Opportunities and Challenges for Issuers, Investors and Marketplaces*, Cham, 2019, 153 ss.

¹⁶ A proposito del rapporto che si delinea tra interesse d'impresa e richieste di mercato, VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, cit., 21 ss., riferisce di «Public Debt e Public Good».

¹⁷ Sull'emissione e sul mercato di ESG bonds, v. REQUICHA FERREIRA, *The New ESG Bond Markets*, in Câmara, Morais (ed. by), *The Palgrave Handbook of ESG*, cit. 149 ss.; RAMOS MUÑOZ, SMOLEŃSKA, *Greening the Bond Market. A European Perspective*, Cham, 2023; LENZI, *La finanza*

Si può cogliere la varietà del fenomeno ove si pensi, tra le altre operazioni finanziarie¹⁸, ai *Green Loan* (prestiti verdi), o ai *Sustainability-Linked Loan* (prestiti legati alla sostenibilità), che pur poggiandosi su modelli di finanziamento ben noti (in via descrittiva, assimilabili al mutuo¹⁹), posseggono un ambito ESG specifico. Se, quindi, si vuole procedere a una ricognizione appena approssimativa del contenuto dei contratti bancari di credito e di deposito *ESG-linked*, si può osservare che mentre i *Green Loan* finanziano esclusivamente progetti *green*, i quali devono produrre chiari benefici ambientali²⁰; i prestiti legati alla sostenibilità, comprese altre agevolazioni o forme contrattuali (come le linee di garanzia) legati ad aspetti della sostenibilità, ovvero più specificatamente a fattori ESG, incentivano il cliente bancario attraverso obiettivi di *performance* di sostenibilità predeterminati²¹.

La differenza sta nell'uso specifico dei proventi per un investimento *green*, nel caso di *Green Loan*, che non è determinante nel caso delle agevolazioni o di altre forme contrattuali. I *Sustainability-Linked Loan* cercano invece di migliorare il profilo di sostenibilità del mutuatario, misurando la sua *performance* rispetto a obiettivi di sostenibilità definiti.

d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali, in *Banca impresa soc.*, 2021, 115 ss., 119 ss., 130 s.

¹⁸ Qui da intendersi in senso lato; sul tema v. FERRO LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 133 ss., 134 s.

¹⁹ Tuttavia, i prestiti in esame appaiono difficilmente riconducibili allo schema del mutuo disciplinato dal Codice civile (artt. 1813 ss. c.c.), ovvero ad altre figure contrattuali di credito tipizzate dal legislatore. Si tratta di modelli negoziali che, pur presentando profili di affinità con il contratto di mutuo (bancario), se ne distinguono per specifiche peculiarità, siano esse strutturali, ovvero funzionali. La letteratura in materia più generalmente vi si riferisce considerandole *operazioni di credito*, ovvero *finanziamenti*, senza tuttavia indicare un preciso tipo contrattuale; PASSALACQUA, *Operazioni di credito sostenibili: fattori ambientali, sociali e di governance*, in Perassi, Rabitti, Sartori, Troiano (a cura di), *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time – Quaderno di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale di Banca d'Italia n. 100*, Roma, 2024, 235 ss., CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, in *An. giur. econ.*, 2022, 263 ss. In tale contesto, sembra utile considerare i temi legati all'individuazione della causa del contratto *ESG-linked*, così come quelli che lo accostano al fenomeno del mutuo di scopo; su cui, CECCHINATO, *La concessione ed il monitoraggio dei prestiti alle imprese alla prova dei fattori ESG*, in RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, Torino, 2024, 341 ss., 347 ss., ove anche ulteriori indicazioni. In giurisprudenza, tra le altre pronunce più recenti in materia di mutuo di scopo, v. Cass. civ., sez. III, 14 aprile 2021, n. 9838, con nota di DE VITO, *Il mutuo di scopo convenzionale: il rilievo strutturale e funzionale della clausola di destinazione e gli interessi in gioco*, in *Giur. comm.*, II/2022, 1319 ss., 1322 ss.

²⁰ Sul tema v. quanto elaborato dalle associazioni che operano nel settore; cfr. LOAN MARKET ASSOCIATION (LMA) - ASIA PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION (APLMA) - LOAN SYNDICATIONS AND TRADING ASSOCIATION (LSTA), *Green Loan Principles*, dicembre 2018 (consultabile sul sito www.icmagroup.org).

²¹ Si v. in argomento LMA - APLMA - LSTA, *Sustainability Linked Loan Principles*, marzo 2019 (sul sito www.icmagroup.org).

Entrambe le tipologie richiedono obblighi (in senso lato) di *rendicontazione*²². Sebbene non si possa non osservare la persistenza di profili di ambiguità legati al fenomeno²³, dovuti al riflesso del sistema della concorrenza su tali attività²⁴, la convinzione che, più in generale, sembra sorreggere la rappresentazione di queste operazioni è che aumentando la trasparenza si favoriscono forme di controllo da parte del mercato e, quindi, si riducono gli incentivi per fenomeni di *greenwashing*²⁵.

Tra i prodotti che rispondono a profili ESG si possono ricordare anche i depositi (c.d.) verdi (*Green Deposit*), ma il riferimento potrebbe ben riguardare anche operazioni più generalmente denominabili *Sustainability-Linked Deposit*. In

²² È qui possibile solo evocare il tema della rendicontazione in materia di sostenibilità riferibile all'attività bancaria, dovendo ricordare che quella riferita nel testo rinvia agli obblighi contrattuali, previsti dalle associazioni di settore come strumento di *enforcement*; sebbene nulla pare ostare al considerare le attività in esame tra quelle previste dall'art. 19 *bis* CSRD (direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio) per come modificato dal (c.d.) Pacchetto Omnibus I (direttiva (UE) 2026/470 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 febbraio 2026, che modifica le direttive 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda taluni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e taluni obblighi relativi al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità). Nel quadro precedente, si osserva che la doppia materialità segna il superamento di un approccio esclusivamente *risk oriented*, dirigendo l'analisi verso una prospettiva duale nella quale i fattori ESG non sono più considerati soltanto elementi di rischio da contenere e gestire, ma altresì come opportunità suscettibili di essere integrate nella pianificazione industriale; v. TRONCI, *Gli obiettivi "ESG" nella governance delle imprese bancarie: KPI e doppia materialità* (Impact e Financial materiality), in *Riv. dir. banc.*, 2023, Suppl., 116 ss., 117; quanto ai controlli, v. DEMURO, *I controlli sulla rendicontazione di sostenibilità*, in Siri, Lenzi (a cura di), cit., 395 ss. Sulla natura (tuttavia) finanziaria della rendicontazione, PALMIERI, *L'informazione non finanziaria e il bilancio di sostenibilità*, in *Rivista ODC*, 2023, 273 ss., 274 s. testo e nt. 2.

²³ V. DE SÁ, *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union*, in Câmara, Morais (ed. by), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, cit., 375 ss., 382; per alcuni aspetti v. KHAN, BOSE, MOLLIK, HARUN, "Green washing" or "authentic effort"? *An empirical investigation of the quality of sustainability reporting by banks*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 34, 2021, 338 ss.; in riferimento agli intermediari finanziari, pur ricordando che il tema è riferibile anche alle imprese bancarie, MACCHIAVELLO, "Greenwashing" in *Investment Intermediation: Investor Protection and the Difficult Role of Enforcement*, in *European business law review*, 2025, 1009 ss., 1042 ss.

²⁴ Sul tema, per i differenti aspetti, i saggi contenuti nel volume di BASSI, LAMANDINI, MOLLO, TROISI, VELLA, *Greenwashing e tutela del consumatore, per un'economia sostenibile*, in *Quaderni giuridici Consob*, 33, 2025, *passim*, ove anche ulteriori riferimenti; nonché, TROISI, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 353 ss.; CAPOBIANCO, *Claims di sostenibilità tra divieto di pratiche commerciali scorrette, tutela della concorrenza e (nuove) prospettive di vigilanza europea sui mercati*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2025, 55, ss.

²⁵ Fenomeno rispetto al quale si osserva che piuttosto che soffermarsi sulle diverse definizioni di *greenwashing*, sembra di dover considerare l'incertezza normativa che lo caratterizza, che dovrebbe condurre a considerarlo «come il corrispettivo, nel mondo della finanza sostenibile, di figure quali il falso in prospetto (sul mercato primario) o la manipolazione informativa (sul mercato secondario) nella finanza c.d. "tradizionale"», cfr. SIRI, *Finanza sostenibile e greenwashing*, in Marchetti, Rossi, Strampelli, Urbani, Ventoruzzo (a cura di), cit., 763 ss.

questo caso, come è facilmente intuibile, a essere coinvolta è l'attività di raccolta delle banche²⁶. I depositi, entrati nella disponibilità della banca per l'impiego, sono assegnati a un determinato *pool* di attività ammissibili che soddisfano determinati criteri ambientali, ovvero, più in generale risultano ESG compatibili.

Nel complesso, quello descritto appare come un settore che potrebbe assumere una rilevanza determinante nell'impiegare *Private Debt for Public Good*²⁷, sebbene la sua regolazione, così come le scelte che lo riguardano presentano diversi problemi²⁸.

3. I problemi regolatori derivanti dai depositi ESG

Solo incidentalmente, si può osservare la possibile assimilabilità funzionale tra l'attività bancaria di raccolta e l'investimento, almeno sul piano della selezione dell'impiego; accostamento che potrebbe evidenziare questioni analoghe a quelle poste dagli *engagement* degli investitori istituzionali²⁹, sia pure con la rilevante differenza delle ragioni sottese ai profili di *governo del rischio*, che dovrebbero comportare lo spostamento della riflessione sul piano della supervisione³⁰, o, forse più adeguatamente, dell'*oversight* bancario, dato il coinvolgimento del rischio sistemico (connesso, almeno, al fattore *E*) quale aspetto rilevante per la gestione bancaria.

Sul piano regolatorio, ma in questo senso, come conseguenza della peculiarità dell'attività, sembra di poter rilevare che i depositi ESG³¹ potrebbero porre tematiche affatto singolari nella conformazione del capitale bancario. L'orientamento (di una parte) del debito bancario verso impieghi ESG prospetta tanto problemi inerenti alla rappresentazione di bilancio³², tanto problemi

²⁶ Le banche annunciano il lancio di depositi verdi per i clienti *corporate*, che a loro volta devono possedere un certo livello di *rating* ESG. Tra le altre banche che offrono simili prodotti, v. DEUTSCHE BANK, *Deutsche Bank launches green deposits for its corporate clients*, marzo 2021 (consultabile sul sito www.db.com). Sul *rating* ESG, v. *infra*, par. 6.

²⁷ CUTTINO, *Private Debt for Public Good*, in *Florida Law Review*, 76, 2024, 637 ss., passim, 691.

²⁸ Per alcune indicazioni relative alle esternalità che si determinerebbero, v. CUTTINO, *Private Debt for Public Good*, cit., 690 ss.

²⁹ Sul tema, quanto agli investitori istituzionali, v. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.

³⁰ Sul rilievo della sorveglianza bancaria, da cui deriverebbero profili di responsabilità dell'Autorità di vigilanza, v. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 241 ss., 262 s.

³¹ I profili regolatori connessi all'esercizio del credito ESG sono più comunemente osservati; cfr. MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., passim.

³² Con conseguenze sul piano degli obblighi di bilancio, che è qui solo possibile evocare, dato che si dovrebbero porre problemi inerenti a eventuali appostamenti per le voci corrispondenti, che dovrebbero essere indicate anche nel rendiconto finanziario, ove considerare la segnalazione delle variazioni di liquidità eventualmente connesse, e considerarne il rilievo con informazioni aggiuntive

riferibili (all'equiparazione con le attività non sostenibili in relazione) al rapporto di conformazione quantitativa del capitale bancario³³, ovvero, forse con maggiore intensità, alla liquidità bancaria.

Tuttavia, le autorità bancarie ritengono sufficienti i *ratio* di liquidità finora previsti³⁴. Sembra, al riguardo, di poter osservare che tale approccio, anche se ha il pregio di non gravare sul *business* bancario, non pare tenere in adeguato conto la maggiore volatilità dei depositi motivati dalla sostenibilità bancaria³⁵. I depositanti con una connotazione ESG potrebbero, infatti, essere decisivi tanto nella determinazione della stabilità bancaria (di medio periodo), ove corrisponda un attivo bancario ESG-linked giudicato adeguato dagli stessi depositanti, tanto aumentare la volatilità, nel momento in cui l'impatto ESG della banca dovesse diminuire. Senza considerare le rilevanti ricadute dovute alla calibrazione del requisito minimo per i fondi propri e le passività ammissibili (MREL, *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*³⁶) ai fini dell'applicazione delle misure di risoluzione³⁷, a cui i depositi sostenibili si sottraggono nei limiti previsti dalla disciplina della risoluzione³⁸. Tema che si pone anche per i depositi bancari

della nota integrativa; più in generale, v. CIMINI, *Il sistema di bilancio degli enti creditizi e finanziari*, 4^a ed., Milano Assago, 2025, risp. 273, 118.

³³ Per i problemi sollevati dal tema, VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, cit., 18 s.; MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., 232 ss., 234 ss., a proposito dell'integrazione dei rischi ESG nella gestione del rischio, mediante il rafforzamento della struttura patrimoniale dell'ente creditizio, realizzato attraverso la destinazione di fondi a riserve patrimoniali determinate in misura proporzionale alle esposizioni ponderate per il rischio (Pillar 1); ovvero, attraverso l'elaborazione, da parte dell'intermediario, di processi interni di controllo e valutazione, sottoposti alla supervisione dell'Autorità competente nell'ambito del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP); BEVIVINO, *Il bank government*, 619 ss., 622 ss.; ID., *L'attività ESG delle banche*, cit., 502 ss. In argomento, v. EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18, 2021; BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi ambientali e climatici*, 2022 (consultabile sul sito www.bancaditalia.it), EBA, *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*, EBA/REP/2023/34, 2023., 35 ss.

³⁴ In riferimento al profilo regolatorio attualmente tenuto, v. MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., 233, 245.

³⁵ Per alcune osservazioni sul rilievo dei depositi di diritto comune sulla gestione della banca che esercita attività ESG, v. *infra*, par. 7.

³⁶ Sulla funzione del MREL, con differenti accenti, TRÖGER, *Why MREL won't help much: minimum requirements for bail-in capital as an insufficient remedy for defunct private sector involvement under the European bank resolution framework*, in *Journal of Banking Regulation*, 21, 2020, 64 ss.; LAMANDINI, RAMOS MUÑOZ, *Minimum Requirement for Own Capital and Eligible Liabilities*, in Chiti, Santoro (ed. by), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Cham, 2019, 321 ss.

³⁷ Per i problemi relativi alla formazione del MERL dovuti all'utilizzo dei depositi bancari, ASIMAKOPOULOS, TRÖGER, *Reform of the CMDI Framework– Driving Off With the Brakes On*, in *European Company and Financial Law Review*, 2024, 531 ss., 534, 538 s.; DONATI, *Le discutibili scelte italiane per la patrimonializzazione delle banche: i limiti alla commercializzazione delle pretese MREL dopo il recepimento della BRRD2*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2022, 682 ss.; ID., *La gestione delle crisi bancarie: verso una maggiore (e desiderabile) proporzionalità?*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 315 ss., 335.

³⁸ Il tema più generale, come noto, riguarda la peculiare natura dell'attività bancaria, la quale rende sostanzialmente impraticabili meccanismi fondati sulla liquidazione dell'attivo, se non al

di diritto comune, sebbene si affianchino ulteriori problemi di scelta determinati dall'attività ESG delle banche, di cui si dirà più avanti³⁹, i quali possono risultare anche di segno opposto rispetto a quelli descritti, che incidono sulla stabilità del rapporto bancario, determinando ulteriori e diversi problemi di liquidità, anche quando il deposito non è soggetto alle conseguenze della disciplina della BRRD⁴⁰.

4. Il credito delle attività sostenibili e le *performance* ESG

Sembra opportuno evidenziare che nel momento in cui si tende a fare assumere al credito un legame con i fattori ESG, si pongono problemi di diversa natura, giacché le previsioni contrattuali risultano rilevanti su diversi piani.

Rispetto al profilo negoziale, in senso lato, si dovrebbe affrontare il tema della valutazione delle previsioni che riguardano la sostenibilità provenienti dalle indicazioni della Commissione europea, e considerare se inerenti al piano tipologico del contratto⁴¹, ovvero a quello dell'esecuzione. Quando si considera il profilo unionale del finanziamento, tale tema, in maniera interrelata, si trasferisce, infatti, sulla disamina dell'attività dell'impresa finanziata. Da questa prospettiva, si possono porre almeno due ordini di problemi, a seconda del momento in cui l'attività ESG viene riferita al credito, ovvero, in altre parole, rispetto alla fase che precede la formazione del contratto, per cui l'esercizio dell'attività ESG (della controparte bancaria) risulta un presupposto del contratto, ovvero rispetto all'esecuzione del contratto⁴². Questi aspetti possono emergere

prezzo di compromettere la continuità aziendale dell'intermediario in crisi. Il conseguente disallineamento tra flussi in entrata e in uscita – accentuato dalla tipica struttura patrimoniale delle banche, caratterizzata da impieghi a medio-lungo termine e passività a breve scadenza, o, nel caso dei depositi, immediatamente esigibili – non risulta infatti suscettibile di gestione in continuità mediante una moratoria dei creditori, salvo per periodi estremamente limitati (v. art. 66 d.lgs. n. 180/2015). Una simile misura si porrebbe, infatti, in tensione con l'essenza stessa dell'attività bancaria, fondata sulla solvibilità. In tal senso, è stato osservato che «liquidity is the lifeblood of financial institutions», cfr. HARRIS, *Ben Bernanke's Fed. The Federal Reserve after Greenspan*, Cambridge (MA, US), 2013, 179; mentre, con specifico riferimento alle banche, è stato rilevato come esse operino in un settore nel quale la sostenibilità dell'attività si misura «minute to minute», diversamente da altri comparti economici in cui «it is possible for a business to suspend its activities for days or even weeks without doing irreparable damage to its commercial success»; cfr. BATES, GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-ins*, in *Law & Financial Market Review*, 5, 2011, 264 ss., 266.

³⁹ V. *infra*, par. 7.

⁴⁰ Sul valore della distinzione tra depositante finanziatore e depositante non soggetto al *bail-in*, FERRI jr, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2016, 806 ss., 816 s.

⁴¹ Qui da intendersi secondo la necessità di ricostruire una tipologia della realtà delle operazioni che si vanno analizzando; sul problema, più in generale, v. CAMARDI, *Creatività, storicità e continuità nella teoria dell'interpretazione di Tullio Ascarelli*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2020, 69 ss.; GUIZZI, *Il ragionamento tipologico e la crisi della fattispecie nel pensiero di Tullio Ascarelli*, in Ferri jr, Stella Richter jr (a cura di), *Tullio Ascarelli e il ragionamento tipologico*, Milano, 2022, 109 ss.

⁴² Il che comporta che lo sviluppo di metriche quantitative di valutazione dovrà necessariamente coordinarsi con attività di mappatura delle aree di operatività e dei segmenti di clientela, nonché

dall'espressione negoziale, e comportano la verifica delle condizioni contrattuali. In altre parole, appare necessario appurare se le previsioni negoziali siano compatibili con l'idea che il contratto sostenibile sia espressione di un'indicazione pubblicistica, ovvero, su altro piano, che vengano imposte all'impresa finanziata *performance* ESG. Ma, mentre le conseguenze sul piano contrattuale nel primo caso riguardano la conclusione del contratto e, in altre parole, l'accesso al credito, il riferimento alla *performance* dovrebbe incidere sul costo del credito, dato che l'incremento, ovvero la riduzione del costo del finanziamento sono conseguenti al risultato della *performance*.

Ove non si dia una connotazione tipologica (o pubblicistica) ai crediti sostenibili, il *discrimen* tra i profili appena sopra esaminati non si dovrebbe porre preliminarmente, ma in riferimento alle condizioni del contratto, dovendosi considerare la questione, nell'un caso, rispetto alla configurabilità di un giudizio di meritevolezza del contratto⁴³, nell'altro, rispetto al rapporto tra (esecuzione del contratto bancario, o meglio) adempimento della prestazione del *loan-holder* e le eventuali possibili modifiche delle condizioni (economiche) contrattuali. Aspetti questi che, come noto, in ambito bancario, sono soggetti a precipua regolazione – che qui non si può che evocare⁴⁴.

Su altro piano si svolge, inoltre, il problema della selezione dell'attività finanziata tra quelle previste dalla c.d. Tassonomia, ovvero, dalla pre-identificazione (di un elenco) di attività sostenibili⁴⁵

con analisi di materialità relative alla rilevanza dei rischi climatici e al grado di allineamento ai criteri della Tassonomia. Rispetto ai rischi climatici, v. EBA, *Final Report. Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks*, EBA/GL/2025/01, 08/01/2025.

⁴³ Il tema non può qui che essere accennato, dovendosi considerare rispetto al c.d. ordine pubblico di natura economico; più in generale v. G.B. FERRI, *Motivi, presupposizione e l'idea di meritevolezza*, in *Eur. dir. priv.*, 2009, 331 ss., 366; ma si aggiunga alla riflessione il rilievo dell'integrazione nell'attività bancaria, v. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, in Università degli studi di Camerino, *Annali Facoltà Giuridica*, Vol. XXX, 1964, 27-124 (estratto, 1965); nonché in ID., *Scritti giuridici*, II, Milano, 2013, 529 ss.

⁴⁴ La materia, se non si vede male, rinvia a quella delle variazioni delle condizioni contrattuali; in luogo di molti, v. SARTORI, *Art. 118*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, Padova, 2018, 1894 ss.; MORERA, *Art. 118*, in *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, 984 ss.; MIRONE, *Art. 118*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, I, a cura di Costa e Mirone, Torino, 2024, 1785 ss.; GAGGERO, *La modificazione unilaterale dei contratti bancari*, Padova, 1999; DOLMETTA, SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Ius variandi bancario. Sviluppi normativi e di diritto applicato*, Milano, 2012; di recente, FORNABAIO, ROTONDO, *L'art. 118-bis t.u.b. tra esercizio dello ius variandi bancario e criticità applicative*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2025, 455 ss.; nonché della concessione del credito ESG; CECCHINATO, *La concessione ed il monitoraggio dei prestiti alle imprese alla prova dei fattori ESG*, cit., *passim*.

⁴⁵ È noto che l'impianto della Tassonomia abbia costituito il punto di avvio di un articolato corpus di normativa secondaria volto alla specificazione dei criteri in essa individuati. Il riferimento è, in particolare, al regolamento (UE) 2021/2178, recante gli indicatori chiave di performance cui le imprese sono tenute a fare riferimento nell'ambito della rendicontazione non finanziaria, cui si aggiunge, per gli intermediari creditizi, l'obbligo di *disclosure* relativo al *Green Asset Ratio* (GRA),

Se si può ammettere che la Tassonomia, che costituiva il primo dei dieci pilastri del piano d'azione del 2018, mediante l'utilizzo di fattori qualificanti, comporta il collegamento trasversale di diverse discipline, secondo una relazione sinergica⁴⁶, che in questo modo ne orienta il risultato; tuttavia, sembra si debba considerare il *proprium* dell'esito ottenuto, e valutare le diversità delle ricadute del problema dell'autonomia (della disciplina della gestione) dell'impresa rispetto a quello della contrattazione sostenibile – in termini che paiono affatto differenti da quelli del possibile collegamento negoziale⁴⁷ e che riguardano, piuttosto, il problema del potere economico nel diritto privato⁴⁸. Il che, se non si vede male, dovrebbe determinare un approccio che pare del tutto singolare, e per certi versi opposto a quello appena sopra descritto, in conseguenza del quale pare di poter assegnare (un) valore autonomo alla *selezione della sostenibilità dell'impresa* in riferimento alla valutazione del contratto, rispetto alla *previsione contrattuale*; con evidenti differenti conseguenze che, nel primo caso, andrebbero a riguardare la preliminare valutazione della controparte della banca, nel secondo il contratto ESG e il suo adempimento.

Il rapporto tra banche e imprese è quindi destinato a rimodularsi secondo una duplice direttrice: da un lato, la minore esposizione al rischio climatico (nonché, la capacità di rappresentarla adeguatamente) tende ad assumere un rilievo decisivo nell'orientare il giudizio sul merito creditizio; dall'altro, gli intermediari bancari sono chiamati a instaurare forme di interlocuzione con le imprese volte alla definizione, secondo quanto indicato dalla Raccomandazione europea in materia di sostenibilità⁴⁹, di strategie di prestito o di investimento potenzialmente idonee a soddisfare le specifiche esigenze di finanziamento della transizione verso

ossia al rapporto tra il complesso delle attività detenute e quelle conformi ai criteri della Tassonomia. V. LOIZZO, SCHIMPERNA, *ESG Disclosure: Regulatory Framework and Challenges for Italian Banks*, in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 744, 2022, 12 ss. GENOVESE, ROSSI, *Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione finanziaria*, in *Rivista ODC*, 2023, 698 ss., 708, sottolineano come, in ragione dell'integrazione del GRA nel sistema di vigilanza, «è verosimile aspettarsi che le politiche di finanziamento adottate dalle banche si orientino sempre più a favore di attività *green*». Più di recente per un'analisi del GRA, v. BELCREDI, DEL GIUDICE, FRIGENI, SCHNEIDER, *Il Green Asset Ratio nell'informativa di sostenibilità degli intermediari bancari*, in Siri, Lenzi (a cura di), cit., 253 ss.; BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche*, cit., 504, 510 ss.

⁴⁶ CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca impresa soc.*, 2022, 391 ss., 400; VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, cit., 8 s.

⁴⁷ In luogo di molti, v. DI SABATO, *Unità e pluralità dei negozi (contributo alla dottrina del collegamento negoziale)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1959, 412 ss.

⁴⁸ Sul tema di vertice, di recente, DENOZZA, *Il potere economico nel diritto privato relazionale e regolatorio*, Torino, 2025, *passim*; e, in riferimento al tema più generale qui considerato, le riflessioni sulle difficoltà di determinare i confini tra diritto pubblico e privato avviate proprio a partire dall'osservazione della contaminazione tra finalità societaria e criteri ESG, CASSESE, *Diritto pubblico e diritto privato: gli incerti confini*, in *Giornale dir. amm.*, 2023, 433 s., 433.

⁴⁹ Cfr. Raccomandazione (UE) 2023/1425 della Commissione del 27 giugno 2023 sull'agevolazione dei finanziamenti per la transizione verso un'economia sostenibile, 25 ss.

performance ambientali e climatiche coerenti con un'economia climaticamente neutra, resiliente ai cambiamenti climatici e sostenibile sul piano ambientale⁵⁰. Anche se non è qui possibile considerare del tutto come questa prospettiva debba concretizzarsi, si può rilevare che tale approccio sembra una conseguenza del fatto che ai profili regolatori, legati alla definizione dei requisiti prudenziali, paiono sovrapporsi i problemi della verifica del contenuto contrattuale e della competenza a valutarlo, il che si dovrebbe tradurre, da una parte, nei temi della validità (e, quindi, della sostituzione, ovvero della nullità) non solo delle clausole contrattuali non conformi alla disciplina bancaria, ma sembrerebbe di poter considerare, anche di quelle espressioni negoziali che sono in contrasto con l'orientamento ESG dell'attività dell'impresa⁵¹; dall'altra, si dovrebbe tradurre nel problema della definizione della giurisdizione competente – dato che il tema risulta connotato da una dimensione che si dovrebbe valutare non sovrapponibile a quella sola nazionale, poiché legata a rischi di natura sistemica, come quelli climatici, ovvero ambientali⁵².

5. I problemi dell'attività bancaria sostenibile

Si è già accennato all'idea che l'esercizio del credito e la raccolta del risparmio hanno come conseguenza che la stipulazione di contratti di credito e di deposito (ai cui problemi si limita la riflessione⁵³) comportino che la banca risenta dei rischi delle controparti. Il rischio sorge quindi o perché i clienti bancari sono interessati ai fattori ESG, ovvero (perché la banca condiziona i propri servizi o prodotti ai medesimi fattori) come (giuridica) conseguenza dell'insistenza sull'attività di impresa di un movimento di impronta pubblicistica⁵⁴.

La funzione bancaria assolve nel finanziamento della transizione un ruolo che, se suggerito dalla Commissione europea, dovrebbe poter essere valutato in

⁵⁰ VELLA, *Sostenibilità bancaria*, cit., 21.

⁵¹ Per ulteriori riflessioni, VELLA, *Sostenibilità bancaria*, cit., 21 ss.

⁵² Per tutti, sul tema, FERACI, *Contenzioso climatico e diritto internazionale privato dell'Unione Europea*, Torino, 2025; nonché alcuni dei saggi pubblicati in questo numero della Rivista.

⁵³ Le altre forme di raccolta pongono diversi e ulteriori problemi rispetto a quelli che si prova qui a far emergere e che non è possibile in questa sede anche solo accennare; sul tema v. RAMOS MUÑOZ, SMOLEŃSKA (Eds), *Greening the Bond Market. A European Perspective*, Cham, 2023, *passim*.

⁵⁴ V. sempre CASSESE, *Diritto pubblico e diritto privato*, cit., 433; CAPRIGLIONE, *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 2, 359 ss., 377 s. Nel contesto delineato dalla Commissione europea in più interventi, appare difficilmente sostenibile che il diritto dell'impresa possa essere governato dal solo principio della massimizzazione, permanendo isolato e impermeabile, cfr. LIBERTINI, *Gestione «sostenibile» delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss., 63. Conclusione che si impone, *a fortiori*, con riguardo a quei soggetti la cui attività è concretamente suscettibile di operare quale «cinghia di trasmissione», instaurando una relazione di impulso e orientamento, tra finanza e imprese sostenibili; VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, cit., 7; per l'analisi dell'orientamento della Commissione europea, BEVIVINO, *Il bank government*, cit., *passim*, p. 612 ss.

maniera differente sul piano della giustificazione contrattuale rispetto a quelle situazioni in cui è il mercato a determinare le scelte di sostenibilità, orientando la domanda e l'offerta di attività sostenibili.

La prospettiva dell'*attività*, anche se sposta la comprensione della sostenibilità, riducendone il significato ai rischi per l'attività stessa⁵⁵, non ne esaurisce così il significato giuridico, giacché pone ulteriori e diversi problemi che riguardano, almeno, *i*) il collegamento tra i due momenti dell'attività⁵⁶; ove, infatti, si determini che i depositi sostenibili siano intermediati con il credito ESG⁵⁷, ovvero, finalizzati a esso⁵⁸, dovrebbero necessitare di una corrispondente gestione dei flussi finanziari (*dedicati*) tra depositi e attivi, ponendo l'ulteriore problema di identificabilità del capitale bancario prudenziale (*Tier dedicato* all'esercizio dell'attività ESG nell'ottica tanto dell'organizzazione dell'impresa⁵⁹, tanto della sua gestione e supervisione prudenziale; e, *ii*), su altro piano, una diversa comprensione del fenomeno contrattuale ESG, giacché in quest'ottica vanno verificati i profili, almeno, della causa, dell'oggetto del contratto e dell'adempimento; senza dimenticare aspetti più tipicamente legati alla disciplina della contrattazione bancaria⁶⁰. Come conseguenza, sul piano regolatorio, le differenze riscontrate, *iii*), dovrebbero quantomeno prevedere una diversa conformazione dei requisiti bancari prudenziali (di capitale e liquidità), ovvero considerare adeguati incentivi. In tal senso, si dovrebbe cogliere la posizione della banca, per la quale gli incentivi rappresentati dai suggerimenti della Commissione differiscono da un'opzione di gestione orientata dalle scelte di mercato.

Altro rilievo, come accennato, si può assegnare all'esercizio dell'attività di intermediazione del credito ove si consideri l'esposizione ai rischi di natura

⁵⁵ In questo senso anche MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., 226 s.; AMMANNATI, *La sostenibilità come obiettivo per la regolazione dei mercati*, cit., 38 ss.; BEVIVINO, *Il bank government*, cit., 596 s.

⁵⁶ Sul rilievo dell'attività per la comprensione della contrattazione bancaria, v. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, cit., *passim*.

⁵⁷ Indipendentemente che si condivida, o meno, l'idea che la raccolta non sia funzionalmente connessa all'esercizio del credito. Sul tema, per tutti, v. FERRO LUZZI, *Attività bancaria*, cit., 8 s.; VELLA, *L'esercizio del credito*, Milano, 1990.

⁵⁸ In altri termini, se anche l'attività bancaria riduce il significato dei fattori ai rischi per l'attività stessa, dato che comporta la possibilità di considerare gli ESG in base al contratto di finanziamento (che risulta ancorato quindi ai risultati ESG), tuttavia, poiché la medesima attività bancaria rileva anche sul piano dell'intermediazione, sembra determinarsi l'ulteriore prospettiva del coordinamento tra depositi sostenibili e prestiti sostenibili.

⁵⁹ Per più generali riflessioni sul problema della compartimentazione dell'impresa e una distinzione con i patrimoni destinati, v. BRIGHENTI, *Le società multicomparto*, Milano, 2025, *passim*, 77 ss., 181 ss., ove anche ulteriori indicazioni.

⁶⁰ Sul tema v. DE POLI, *Incidenza sulle dinamiche contrattuali dei fattori ESG*, in Romagnoli (a cura di), *Le imprese alla prova della sostenibilità*, Napoli, 2025, 57 ss., 58 ss., spec., 66 ss.; CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, suppl. n. 4, p. 64.

ESG in via mediata rispetto all'esposizione di imprese finanziate (identificate dalla tassonomia). L'orientamento dei capitali dovrebbe comportare che la scelta di imprese sostenibili determini che le imprese selezionate risultino meno esposte a rischi ambientali e climatici, oppure, su altro piano, siano capaci di affrontarli attraverso strategie adeguate di mitigazione del rischio, o di adattamento ad esso. Sicché, da una parte, l'incremento del rischio collegato ad attività non sostenibili dovrebbe implicare l'aumento del costo del credito per l'ente, così da risultare come un incentivo negativo per indirizzare i capitali nella direzione della sostenibilità del rischio; dall'altra, se l'orientamento di mercato si concretizza nei termini noti dell'incremento dei profitti, i *nudge* (ammesso che siano tali) europei dovrebbero essere pareggiati almeno da diversi oneri di capitalizzazione⁶¹. Tuttavia, lo si noterà più avanti, tali tipo di scelte possono risultare non del tutto prive di controindicazioni sul piano della stabilità bancaria⁶².

6. La valutazione dell'attività ESG legata al credito

Il riferimento agli obiettivi ESG, dunque, presenta, sia per l'attività tradizionale ESG, in particolare per quella del credito, sia per quella di investimento, problematiche per alcuni aspetti assimilabili legate alla valutazione del comportamento ESG delle imprese comunque finanziate. Tuttavia, mentre da tempo, nel mercato finanziario, per gli investimenti, al problema della regolazione si affianca il tema delle valutazioni e delle metriche elaborate dalle stesse agenzie di *credit rating* (a proposito della coerenza degli emittenti con i parametri ESG e quindi degli strumenti finanziari emessi dai medesimi riferibili alle attività che hanno tale oggetto⁶³), che risultano in qualche maniera risolti; per l'attività tradizionale bancaria ESG anche se si prospetta (forse solo apparentemente) il vantaggio di essere più facilmente comparabili con fenomeni bancari che risultano già specificamente regolati, come il *credit rating*⁶⁴ e, più di recente, il *credit scoring*⁶⁵, tuttavia non sembrano adeguatamente considerati i

⁶¹ VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, cit., 18, ove ulteriori riferimenti.

⁶² V. *infra*, par. 7.

⁶³ La presenza sul mercato di strumenti finanziari offerti come sostenibili o ecosostenibili genera la richiesta di valutazioni comparative che non siano riferite solo al parametro del rischio di credito; la conseguenza è che servizi di valutazione dei parametri ESG assumono un ruolo strategico, considerata la necessità che si manifesta nell'ambito della trattazione della semplificazione della complessità degli elementi e delle informazioni presi in considerazione in un giudizio sintetico; lo rileva, tra gli altri, PERNAZZA, *Dal credit rating al rating ESG traiettorie comparate di regolazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, 501 ss., 504.

⁶⁴ BRUTTI, *Mito del consenso e rating reputazionale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2024, 402 ss.

⁶⁵ Sulle prospettive complessive che questi approcci determinano, v. ABRIANI, *Nuove tecnologie e credit scoring: diritto bancario del futuro e problemi antichi*, in *Studi in onore di Giuseppe Santoni*, in corso di pubblicazione (letto per la cortesia dell'Autore), 1 ss., 2, ove anche ulteriori riferimenti.

problemi di relazione che si determinano con le valutazioni della supervisione, le quali finiscono per incidere anche sul costo delle operazioni ESG.

Inoltre, se è vero, da una parte, che tanto il concetto di *sostenibilità*, tanto, per i profili ambientali, quello di *ecosostenibilità*, hanno evidenziato i rischi connessi all'autodeterminazione di criteri di qualificazione da parte di emittenti e altri operatori finanziari, con la conseguenza sia di ingenerare incertezze circa l'effettiva portata dei concetti per gli investitori, sia di permettere l'adozione di qualificazioni di sostenibilità a cui non corrispondono condotte coerenti⁶⁶; dall'altra, non sembra del tutto plausibile che il *financial creditworthiness*, rilevante nel *credit rating* e nel *credit scoring*⁶⁷, non produca altrettanti problemi⁶⁸. Quella che forse cambia è la loro natura, considerato che il collegamento ai fattori ESG del credito comporta un'ulteriore modificazione del rilievo del concetto di «credito responsabile» (o, *responsible credit*). Quest'ultimo non risulta certo privo di controversie. Anche se gli si attribuisce il significato di misura volta a prevenire l'insolvenza e il sovraindebitamento dei consumatori, che comprende sia il dovere di «concessione responsabile del credito» (*responsible lending*), sia il corrispondente dovere di «ricorso responsabile al credito» (*responsible borrowing*)⁶⁹, la conseguenza è che nel momento in cui si prendono in considerazione crediti ESG, pare emergere un'ulteriore connotazione. Almeno sul piano della funzione, il credito responsabile sembra quindi assumere il significato di filtro relativo all'analisi dei profili di *greenwashing*, da cui la richiesta di mercato di credito sostenibile potrebbe essere mossa⁷⁰. Le incertezze che il diverso significato del credito responsabile assume, dato che emergono elementi ulteriori rispetto alla sola valutazione del credito, implicano rilevanti difficoltà. La determinazione di rischi tipicamente ESG, infatti, se non adeguatamente ponderati, potrebbe modificare la valutazione del credito stesso.

Se, pertanto, si vuole ritagliare uno spazio per un'autonoma valutazione del cliente ESG, ovvero, per la valutazione delle *performance* ESG, lo si deve fare nell'ambito dell'adempimento delle obbligazioni contrattuali, dovendo quindi considerare che il tema solleva problemi differenti che riguardano, almeno: *i*) la valutazione dell'adempimento, *i.i*) se tale valutazione debba avvenire da parte

⁶⁶ Per un quadro del fenomeno del *greenwashing* nel settore finanziario in Europa elaborato in chiave istituzionale rispetto ai profili ambientali, v. ESMA, *Progress report on greenwashing*, 31 maggio 2023 (sul sito <https://Esma.europa.eu>); nonché FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Greenwashing e finanza sostenibile*, novembre 2022 (consultabile presso <https://finanzasostenibile.it>); oltre quanto già considerato, *supra*, par. 2, ntt. 24, 25; cui *adde* i saggi di ARRIGONI; BODELLINI; DAVOLA; MATTARELLA nella Sezione IV del volume di RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità e mercati vigilati*, cit., 385 ss.

⁶⁷ Per la nozione di *creditworthiness* rispetto ai diversi temi del *credit rating* e *consumer credit scoring*, v. VARDI, *Creditworthiness and "Responsible Credit". A Comparative Study of EU and US Law*, Leiden-Boston, 2022.

⁶⁸ In questo senso, invece, PERNAZZA, *Dal credit rating al rating ESG*, cit., 504 s.

⁶⁹ VARDI, *Framing Duties of Responsible Credit Policies in EU Law*, in *Oss. diritto civ. e comm.*, 2019, 471 ss., 471.

⁷⁰ V. *supra*, par. 2, i riferimenti alle ntt. 24, 25.

della banca, *i.ii*) ovvero, se debba essere affidata a una *ESG-rating agency*, ovvero a un'autorità; *ii*) se la valutazione della *performance*, in caso di scollamento dalle previsioni contrattuali, comporti inadempimento, o non, piuttosto, una rimodulazione delle condizioni contrattuali, *iii*) se, quindi, si debba considerare tale conseguenza come *iii.i*) una modificazione unilaterale delle condizioni contrattuali, con l'applicazione della relativa disciplina, ovvero, *iii.ii*) se si possa considerare tale eventualità come parte delle condizioni originarie del contratto, se previste; le quali quindi non comportano l'applicazione rigorosa della disciplina appena evocata; *iv*) se l'inadempimento debba essere considerato secondo autonomi profili nel quadro del problema della definizione dei *non performing loan*. Questioni, queste che, al pari di altre già menzionate, possono essere qui solo evocate.

7. La valutazione da parte dei depositanti dell'attività ESG delle banche e il problema della regolazione della liquidità bancaria nel caso dell'incremento di operazioni finanziarie sostenibili

Attribuendo ai depositanti bancari il ruolo di investitori razionali in passività bancarie, si possono ipotizzare l'emergere di alcuni problemi proprio a proposito della declinazione ESG dell'attività bancaria che, se sottovalutati, potrebbero considerevolmente contribuire a future crisi, nonostante si possa giustificare l'operato bancario come non esclusivamente rivolto alla produzione di profitto⁷¹.

A tal riguardo si potrebbe assumere che i depositanti esercitino una funzione disciplinante nei confronti delle banche attraverso le proprie reazioni alle variazioni degli indicatori fondamentali della *performance* bancaria. È stato osservato che tale disciplina risulta particolarmente sensibile a *shock* esogeni, quali gli episodi di crisi finanziaria. In tali circostanze, i depositanti tendono a penalizzare gli intermediari più rischiosi mediante il ritiro dei fondi, o esprimendo la richiesta del riconoscimento di un premio per il rischio, palesato in tassi di interesse più elevati per il mantenimento delle giacenze. Per converso, essi favoriscono le banche con *performance* migliori, allocando risorse, o accettando tassi di remunerazione più contenuti. In entrambe le ipotesi, appare

⁷¹ Ammesso che il valore di questo aspetto rimanga centrale nella gestione bancaria; al riguardo, più in generale, con differenti esiti, v. ANGELICI, *Introduzione*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2016, 757 ss., p. 758 ss., p. 766 s.; FERRI jr, *La posizione dei soci di società bancaria*, ivi, 806 ss.; GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 241 ss., ove ulteriori riferimenti comparati; LAMANDINI, *Governance bancaria: un piccolo interrogativo sulle prospettive evolutive*, in Principe (a cura di), *Il governo delle banche*, Milano, 2015, 107 ss.; SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 1550 ss.; e proprio a considerarne il ruolo in riferimento all'attività sostenibile, VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, cit., 5 ss., 7.

evidente la capacità degli *shock* esogeni di generare tensioni di liquidità e, in ultima analisi, di incidere negativamente sulla stabilità finanziaria.

I depositanti tendono a considerare un ulteriore indicatore della *performance* bancaria, oltre gli *shock* esogeni, rappresentato dai punteggi ESG. Se si avanza l'ipotesi che tali punteggi siano percepiti dai depositanti quali segnali dell'impegno delle banche in materia di gestione socialmente responsabile dell'impresa (*Corporate Social Responsibility*, CSR⁷²), si può riferire il rapporto tra depositanti e gestione come espressione della fiducia nell'attività⁷³. Poiché è acquisito che la fiducia tende a ridursi a seguito di uno *shock* esogeno, si ritiene razionale che le banche attribuiscano rilievo strategico alla CSR – misurata attraverso i punteggi ESG – al fine di rafforzare la fiducia e accrescere la fedeltà della clientela, con attesi effetti positivi sulla *performance* bancaria⁷⁴.

Tutto questo, se da una parte, aumenta il significato della gestione CSR⁷⁵, così come il valore delle attività ESG⁷⁶, determina dall'altra una preoccupazione sul livello di liquidità necessaria per finalità prudenziale, giacché se è vero che agli *shock* corrisponde una esigenza di certezza fornita da attività ESG, che si dovrebbe risolvere al momento dell'investimento attraverso l'utilizzo di *rating* ESG⁷⁷, tuttavia, proprio i rischi connessi all'attività ESG possono determinare l'aumento della volatilità dei depositi e delineare scenari inediti per la regolazione della liquidità bancaria.

⁷² Sul rapporto tra sostenibilità e CSR, MACNEIL, ESSER, *From Financial to an Entity model of ESG*, cit., 10, nt. 4.

⁷³ I depositanti, a seguito di uno *shock* indotto (dalla pandemia), disciplinano le banche utilizzando il contenuto informativo dei punteggi ESG come indicatore di fiducia; per l'analisi BONGIOVANNI, WILLIAMS, *Bank Deposits and Deposit Rates: The Impact of COVID-19 and the Effect of ESG Scores*, in KING, WILLIAMS (Eds), *Corporate Governance in the Banking and Financial Sector Innovations and Adaptations in a Changing Landscape*, Cham, 2025, 161 ss., 162.

⁷⁴ In questo senso, per provare questa ipotesi di lavoro, sono stati impiegati i dati a livello di singola banca relativi ai periodi antecedenti e successivi allo *shock* determinato dal Covid-19, ed esaminate le relazioni tra i punteggi ESG degli intermediari e gli esiti osservati nei mercati dei depositi; cfr. per l'analisi BONGIOVANNI, WILLIAMS, *Bank Deposits and Deposit Rates*, cit., 162, per l'ipotesi di lavoro; i quali suggeriscono che, dopo aver tenuto conto di diversi fattori a livello bancario e degli effetti della crisi sanitaria ed economica, i depositanti premiano le banche con punteggi ESG più elevati con una crescita significativamente più rapida dei depositi non fruttiferi e con l'accettazione di tassi di interesse sui depositi notevolmente inferiori. Pertanto, la significativa riduzione della crescita dei depositi fruttiferi presso le banche con punteggi ESG più elevati dovrebbe riflettere il fatto che la diminuzione dei tassi di interesse sui depositi ha progressivamente ridotto il costo-opportunità di detenere depositi non fruttiferi relativamente più sicuri.

⁷⁵ Più in generale, G. BEVIVINO, *Dalla "responsabilità sociale di impresa" alla "sostenibilità": andata e ritorno*, in *Lavoro e diritto*, 37, 2023, 475 ss.; sul fenomeno della CSR, sul piano del diritto comune, con differenti esiti, in luogo di molti, ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 213 ss.; TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società"*, *ivi*, 225 ss.; DENOZZA, STABILINI, *The Shortcomings of Voluntary Conceptions of CSR*, in *Rivista ODC*, 2013, 1 ss.; G. BEVIVINO, *La responsabilità sociale delle imprese. Strumenti attuativi e rimedi*, Napoli, 2016.

⁷⁶ Sulle differenze sul piano finanziario, v. quanto già ricordato *supra*, ntt. 14, 72.

⁷⁷ Sul rilievo del *rating* ESG, v. quanto già considerato, *supra*, par. 6.

Da questo punto di vista, le norme previste in materia⁷⁸ accentuerebbero profili di riflessione nell'ambito della giustificazione dell'assetto regolatorio⁷⁹. Giacché, a seconda dell'insistenza sulla formazione del contratto ESG di interessi di natura privata con rilevanza pubblica, ovvero di *nudge* europei, accentuerebbero, o meno, la logica destinata a orientare l'azione degli amministratori delle società bancarie⁸⁰. In altre parole, sarebbe da indagare se a sua volta una prospettiva *multistakeholder-based*, che già delineava una configurazione non più esclusivamente *equity-based* della gestione bancaria, debba configurarsi come ulteriormente arricchita.

In tale chiave, ciò che spiegava non soltanto il peculiare e differenziato atteggiarsi delle regole di *governance* rispetto a quelle proprie delle società per azioni di diritto comune⁸¹, ma anche il rilievo dei poteri della supervisione bancaria⁸², dovrebbe acquisire un aggiuntivo valore. L'ulteriore trasformazione che tali regole hanno conosciuto a seguito dell'introduzione delle modifiche alla direttiva 2013/36/UE (CRD IV)⁸³, che contengono una disciplina della gestione bancaria sensibile alle tematiche ESG⁸⁴, costituisce infatti il riflesso dell'ulteriore articolazione subita dal complesso sistema di interessi riconosciuto dalla nuova normativa⁸⁵ e che gli amministratori sembrano chiamati a considerare nell'esercizio dell'attività bancaria⁸⁶.

⁷⁸ V. MALVAGNA, SARTORI, *Attività bancaria*, cit., *passim*.

⁷⁹ LAMANDINI, RAMOS MUÑOZ, *EU Financial Law*, Milano, 2016, 511; GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale*, cit., 254.

⁸⁰ Su cui, LAMANDINI, *Governance bancaria*, cit., 107 ss.; GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale*, cit., 252.

⁸¹ GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale*, cit., 252.

⁸² Alle Autorità di supervisione si assegna una funzione rappresentativa degli interessi dei *debt-holders*; cfr. DEVRIESE, DEWATRIPONT, HEREMEANS, NGUYEN, *Corporate governance, regulation and supervision of banks*, in *Financial Stability Review*, 2004, 95 ss., spec. 98; nonché MÖLBERT, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis- Theory, Evidence, Reforms*, ECGI Law Working Paper n. 130/2009, per uno spunto nel senso che i poteri delle Autorità di regolazione concorrono a integrare la *governance* bancaria.

⁸³ V. Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (CRD IV).

⁸⁴ A tal proposito v. la Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, 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*.

⁸⁵ Cfr. BEVIVINO, *Il bank government*, cit., 594 s., 599, spec. 608 s.

⁸⁶ Sembra qui accentuarsi l'idea, già espressa in relazione alla previgente normativa, che la relazione tra i poteri di gestione e quelli delle autorità di supervisione appare come la conseguenza dell'impossibilità di ricondurre le dinamiche proprie di tale contesto alla logica degli *agency problems*, quantomeno nel significato nel quale la relativa teoria è stata tradizionalmente elaborata; ciò in ragione di una marcata frammentazione della figura del *principal*, ormai scomposta in una pluralità di soggetti tra i quali gli azionisti non occupano più una posizione primaria; cfr. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale*, cit., 254, in riferimento alla CRD IV.